

# EVOLUCIÓN ECONÓMICA Y MONETARIA

## I ENTORNO EXTERIOR DE LA ZONA DEL EURO

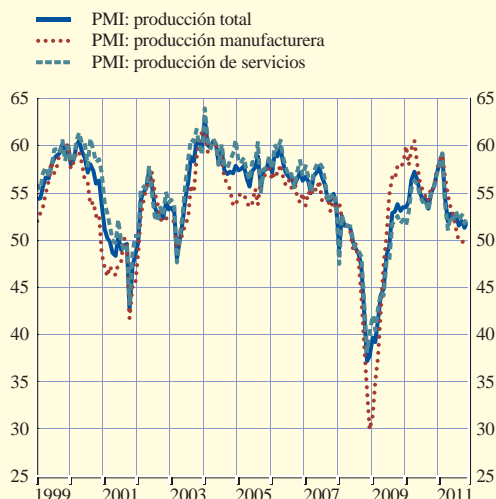
En los últimos meses, el crecimiento de la economía mundial ha experimentado una pérdida continua de impulso. En un contexto de mayor incertidumbre e intensificación de las tensiones en los mercados financieros, la confianza empresarial y de los consumidores se ha deteriorado aún más a nivel mundial. Esta evolución ha obstaculizado el positivo impulso de la corrección de las distorsiones en las cadenas de producción provocadas por el gran terremoto que asoló la región oriental de Japón. De cara al futuro, persisten las notables dificultades estructurales, especialmente en las economías avanzadas, que se prevé limitarán la recuperación mundial a medio plazo. En las economías emergentes, la reciente moderación del crecimiento debería contribuir a aliviar las presiones de recalentamiento. La dinámica de la inflación continúa siendo moderada en las economías avanzadas, pese a que las tasas han aumentado ligeramente en los últimos meses. Por el contrario, en algunas economías emergentes persisten las pronunciadas presiones inflacionistas subyacentes, a pesar del ligero descenso de las tasas de inflación observado en los últimos meses.

### I.1 EVOLUCIÓN DE LA ECONOMÍA MUNDIAL

La desaceleración del crecimiento del PIB en la OCDE hasta el 0,3 % en tasa intertrimestral en el segundo trimestre de 2011 se debió, en parte, a una serie de factores transitorios, como los cortes en las cadenas de producción mundiales, provocados por el desastre natural de Japón, y los efectos moderadores de los elevados precios de las materias primas sobre la renta disponible en las principales economías avanzadas. Si bien la gradual desaparición de estos factores proporcionó cierto impulso al crecimiento económico en el tercer trimestre, en el que el crecimiento en la OCDE repuntó hasta el 0,6 % en tasa intertrimestral, la reaparición de las tensiones en los mercados financieros redujo de nuevo la actividad económica a escala mundial. Persisten las dificultades estructurales y se prevé que continuarán limitando el ritmo de crecimiento de la economía mundial en el medio plazo. Estas dificultades guardan relación, principalmente, con la constante necesidad de sanear los balances del sector público y del sector

Gráfico 1 PMI: producción mundial

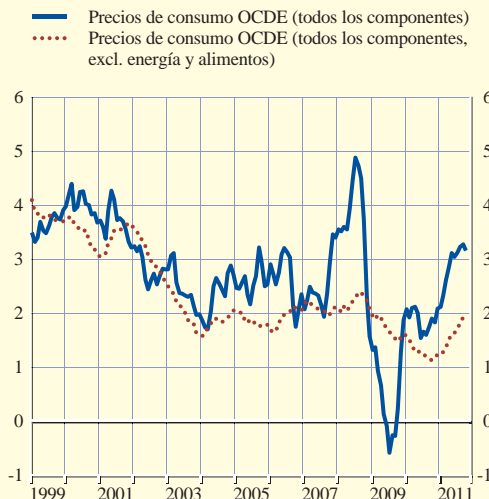
(índice de difusión; datos mensuales desestacionalizados)



Fuente: Markit.

Gráfico 2 Evolución internacional de los precios

(datos mensuales; tasas de variación interanual)



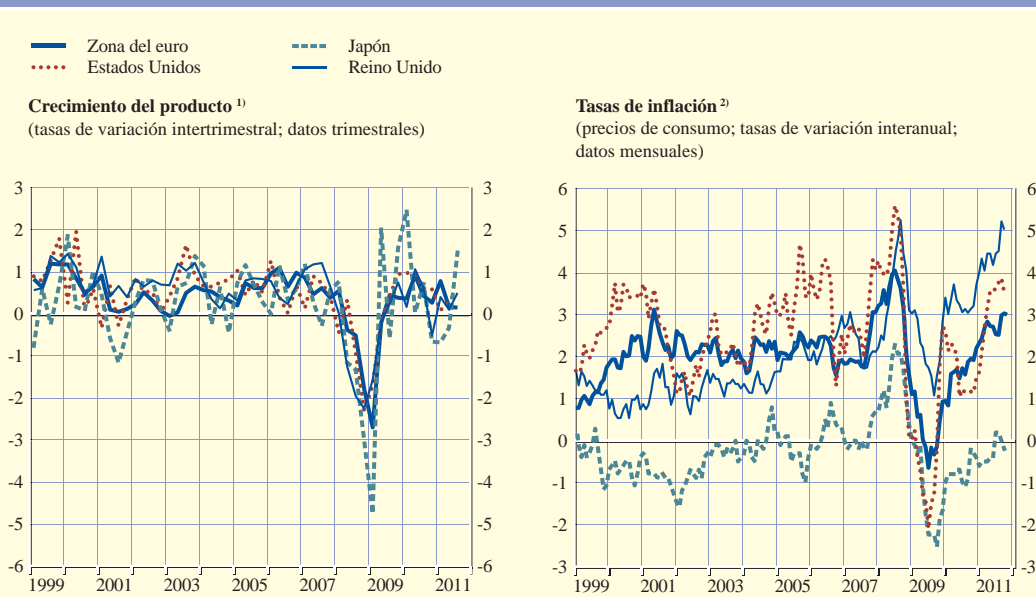
Fuente: OCDE.

privado y con las deficiencias que aún se observan en los mercados de trabajo y de la vivienda de algunas de las principales economías avanzadas.

El aumento de las tensiones en los mercados financieros ha tenido un impacto negativo sobre la confianza empresarial y de los consumidores en todo el mundo, y los datos e indicadores procedentes de las encuestas de opinión sugieren que el ritmo de crecimiento de la economía mundial ha seguido perdiendo impulso. La pérdida de confianza empresarial es evidente en la evolución del índice PMI global de producción de manufacturas y servicios, que se situó, en promedio, en un nivel de 51,8 en los tres meses transcurridos hasta noviembre de 2011. Si bien este nivel es inferior a la media correspondiente al primer semestre del año, el índice sigue situándose muy por encima del mínimo registrado en el peor momento de la crisis financiera mundial, a finales de 2008. En el transcurso del año, el crecimiento de la producción industrial mundial ha experimentado una notable desaceleración, lo cual es coherente con la débil evolución del índice PMI en el sector manufacturero a escala mundial. La encuesta PMI también sugiere que se mantendrá la atonía del crecimiento de las nuevas operaciones. Por lo que respecta a los consumidores, la confianza también se ha deteriorado en todos los países. En Estados Unidos, los indicadores correspondientes han caído hasta niveles muy deprimidos. En el Reino Unido y Japón, los indicadores de confianza de los consumidores también son más bien moderados, aunque se sitúan por encima de los mínimos registrados en el peor momento de la crisis financiera mundial.

En consonancia con la evolución de la actividad económica mundial, los últimos datos disponibles sobre el comercio mundial sugieren cierta debilidad. Aunque los datos recientes sobre el comercio mundial de bienes, que abarcan hasta septiembre, indican cierta estabilización del comercio mundial, probablemente ello refleje el positivo impacto de la gradual corrección de las distorsiones en las cadenas de producción en el tercer trimestre. El índice PMI global de nuevos pedidos exteriores se ha mantenido en

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



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

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

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

niveles muy bajos, lo que sugiere que persiste la debilidad del comercio mundial. También esto es bastante coherente con otros indicadores de comercio exterior, como la evolución de los volúmenes de transporte de carga aérea y marítima. En general, todo esto sugiere que el crecimiento del comercio mundial y la demanda externa de la zona del euro ha seguido siendo limitado en el segundo semestre de este año.

Las tasas de inflación interanual se mantienen relativamente contenidas en las economías avanzadas, a pesar de haber aumentado ligeramente en los últimos meses. En los países de la OCDE, la tasa de inflación interanual se redujo ligeramente hasta el 3,2 % en octubre, desde el 3,3 % registrado en septiembre. La tasa de inflación interanual, excluidos la energía y los alimentos, aumentó ligeramente en estos países, situándose en el 2 % en octubre, frente al 1,9 % de septiembre. Por el contrario, en los mercados emergentes las presiones inflacionistas subyacentes siguen siendo pronunciadas, a pesar de algunos descensos moderados de las tasas de inflación.

#### ESTADOS UNIDOS

En Estados Unidos la recuperación económica cobró impulso en el tercer trimestre de 2011, tras crecer a un ritmo lento en el primer semestre del año. La segunda estimación de la oficina de análisis económico (*Bureau of Economic Analysis*) indica que el PIB real creció a una tasa interanual del 2 % en el tercer trimestre de 2011 (es decir, un 0,5 % en tasa intertrimestral), cifra inferior a la estimada anteriormente, pero todavía por encima de la tasa de crecimiento anualizada del 1,3 % registrada en el segundo trimestre del año. En general, la imagen que ofrecen todos los componentes indica que la expansión en el tercer trimestre se vio respaldada por el crecimiento del gasto en consumo, habida cuenta del repunte de las compras de bienes de consumo duradero y de la inversión empresarial, siendo los bienes de equipo y el *software* los factores principales, mientras que se mantuvo la atonía de la inversión residencial.

Por lo que respecta a la evolución de los precios, la inflación interanual medida por el IPC se redujo hasta el 3,5 % en octubre de 2011, desde el 3,9 % registrado en el mes anterior. Es el nivel más bajo registrado desde abril de este año. Tras varios meses en los que la inflación medida por el IPC resultó más persistente de lo previsto, comenzó a descender al comienzo del cuarto trimestre, principalmente como resultado de la relajación de los precios de las materias primas. Excluidos la energía y los alimentos, la inflación medida por el IPC aumentó ligeramente, a una tasa interanual del 2,1 %, frente al 2 % de los dos meses anteriores. La evolución reciente de la inflación subyacente refleja, en parte, cierta estabilización del crecimiento del coste de los alquileres, en consonancia con el deterioro del mercado de la vivienda, tras un aumento sostenido desde mediados de 2010.

De cara al futuro, se prevé que la recuperación continúe a un ritmo similar en el último trimestre de este año, para registrar una ligera desaceleración a comienzos de 2012. Por una parte, la gradual desaparición de algunas dificultades transitorias, como los cortes en las cadenas de producción, como consecuencia del gran terremoto que asoló la región oriental de Japón, y las presiones de los elevados precios de las materias primas deberían tener un impacto positivo en el corto plazo. Por otra parte, la atonía de los mercados de trabajo y de la vivienda, la necesidad de seguir saneando los balances del sector de los hogares y los negativos efectos riqueza tras la negativa evolución de los mercados financieros probablemente tendrán un impacto más duradero sobre el impulso económico en el medio plazo. Además, se prevé que la evolución fiscal represente un notable lastre para el crecimiento en 2012, dado que es improbable que se prolonguen algunas medidas transitorias (como el recorte de los impuestos sobre la nómina de los empleados) y la ampliación de las prestaciones por desempleo. Además, las perspectivas fiscales siguen siendo un motivo de preocupación, como lo refleja el fracaso de la comisión bipartidista para llegar a un acuerdo con respecto a las medidas para reducir el déficit y reencauzar la deuda pública por

una senda sostenible. Por lo que se refiere a los precios, el fin de los aumentos de los precios de las materias primas, junto con la persistente atonía económica en los mercados de trabajo y de productos, debería seguir limitando las presiones alcistas sobre los precios y reducir la inflación.

El 2 de noviembre, el Comité de Operaciones de Mercado Abierto de la Reserva Federal afirmó que, aunque el crecimiento económico se fortaleció ligeramente en el tercer trimestre, sus previsiones indican que dicho crecimiento seguirá siendo moderado en los próximos trimestres. En este contexto, el Comité decidió mantener en una banda del 0% al 0,25% el objetivo fijado para el tipo de interés de los fondos federales y prevé que la situación económica probablemente justifique que dicho tipo se mantenga en niveles excepcionalmente bajos como mínimo hasta mediados de 2013. Asimismo, el Comité mantendrá su programa para ampliar el vencimiento medio de sus tenencias de valores, conforme a lo anunciado en septiembre, así como sus políticas actuales de reinvertir los pagos del principal de sus tenencias de deuda y de valores con garantía hipotecaria de organismos públicos en este último tipo de valores y de renovar en subasta los valores del Tesoro a su vencimiento.

## JAPÓN

En Japón, la estimación preliminar de los datos de las cuentas nacionales correspondientes al tercer trimestre de este año confirmó que la actividad económica se ha recuperado considerablemente del gran terremoto que asoló la región oriental del país en marzo de 2011. El PIB real creció un 1,5% (en tasa intertrimestral) en el tercer trimestre, tras tres trimestres de crecimiento negativo. El repunte de la actividad económica fue generalizado y se vio favorecido por una recuperación de la demanda interna y por un fuerte repunte de la demanda exterior neta en un contexto de reposición de las existencias en el exterior, que se habían reducido como consecuencia de los cortes en las cadenas de producción tras el terremoto. En cuanto a la demanda interna, el consumo privado se mantuvo firme, mientras que la inversión empresarial aumentó de forma moderada. La inversión en el sector de la vivienda registró una fuerte recuperación, gracias en parte a los esfuerzos de reconstrucción en las zonas afectadas por el desastre y a factores transitorios relacionados con la expiración, en julio, de un programa de incentivos para reparaciones en los hogares orientadas al medio ambiente.

Se prevé que la actividad económica haya experimentado una notable desaceleración en el cuarto trimestre de 2011, como resultado del debilitamiento de la demanda mundial y de la apreciación del yen japonés. Tras una fuerte caída del 3,3% en el mes anterior, la producción industrial aumentó un 2,4% (en tasa intermensual desestacionalizada) en octubre. Las exportaciones reales de bienes registraron una contracción por primera vez desde el terremoto en octubre (4,8% en tasa intermensual), mientras que las importaciones reales aumentaron un 4,7%, también en tasa intermensual. De cara al futuro, se prevé que la demanda relacionada con la reconstrucción y la aplicación del tercer presupuesto suplementario respalden el crecimiento del PIB, mientras que un nuevo debilitamiento de la demanda mundial podría afectar negativamente a las perspectivas.

Por lo que respecta a la evolución de los precios de consumo, la inflación interanual medida por el IPC se redujo de nuevo, hasta el -0,2% en octubre, como consecuencia de la desaparición de un efecto de base resultante de un aumento de los impuestos sobre los cigarrillos en octubre de 2010. Excluidos los alimentos frescos, la inflación interanual medida por el IPC fue negativa por primera vez desde junio, situándose en el -0,1%, mientras que la inflación medida por el IPC, excluidos la energía y los alimentos frescos, cayó hasta el -1% (desde el -0,4% de septiembre). En su reunión más reciente sobre política monetaria, celebrada el 30 de noviembre, 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 la actividad económica ha seguido siendo moderada. En el tercer trimestre de 2011, el PIB real creció un 0,5 %, respaldado, principalmente, por la acumulación de existencias y como resultado, en gran medida, de la desaparición de algunos factores transitorios en el segundo trimestre, como un día festivo extra. La mayoría de los indicadores basados en las encuestas de opinión a hogares y empresas han seguido caracterizándose por su atonía en los últimos meses. La situación del mercado de trabajo también ha empeorado y la tasa de paro aumentó hasta el 8,3 % en el tercer trimestre de 2011. En general, es probable que el crecimiento siga siendo lento en el corto plazo, aunque los estímulos monetarios deberían respaldar la actividad económica en adelante. Se prevé que el crecimiento de la demanda interna siga estando limitado por las restrictivas condiciones de concesión de crédito, el ajuste de los balances de los hogares y las sustanciales restricciones presupuestarias, mientras que el deterioro de las perspectivas de la demanda externa probablemente limitará el crecimiento de las exportaciones.

La inflación interanual medida por el IPC ha seguido siendo elevada en los últimos meses. La tasa se redujo hasta el 5 % en octubre, desde el 5,2 % de septiembre. Excluidos la energía y los alimentos sin elaborar, la inflación medida por el IPC descendió 0,1 puntos porcentuales, hasta el 3,8 %. A corto plazo, la inflación se mantendrá, probablemente, en niveles elevados, pero, de cara al futuro, la gradual desaparición de determinados factores transitorios (el alza de los precios de las materias primas en los meses anteriores, los efectos retardados de la depreciación de la libra esterlina y el aumento del tipo impositivo del IVA en enero de 2011), así como la existencia de capacidad productiva sin utilizar, debería contribuir a atenuar las presiones inflacionistas. El Comité de Política Monetaria del Bank of England mantuvo en el 0,5 % el tipo de interés oficial al que se remuneran las reservas de las entidades de crédito y, el 10 de noviembre, decidió mantener en 275 mm de libras esterlinas el volumen de compras de activos financiadas mediante la emisión de reservas del banco central, tras decidir una ampliación de 75 mm de libras en octubre.

## OTROS PAÍSES DE LA UE

En los otros países de la UE no pertenecientes a la zona del euro la recuperación ha continuado en los últimos trimestres y el crecimiento ha seguido siendo sólido en varios países en el tercer trimestre, debido, principalmente, a factores transitorios (por ejemplo, un aumento de la demanda externa y el excelente comportamiento del sector agrícola). De cara al futuro, las perspectivas de crecimiento se han deteriorado, como consecuencia, en parte, de efectos de contagio de la zona del euro y de un empeoramiento de las condiciones de financiación externa.

En Suecia y Dinamarca, el PIB real creció un 0,9 % y un 1 %, respectivamente, en el segundo trimestre, respaldado, principalmente, por la demanda interna. En octubre de 2011, la inflación medida por el IAPC se situaba en el 1,1 % en Suecia y en el 2,7 % en Dinamarca.

En los países más grandes de Europa Central y Oriental, la recuperación ha continuado en los últimos trimestres. No obstante, de cara al futuro, las perspectivas de crecimiento se han deteriorado de forma acusada, debido en parte al debilitamiento de la actividad en sus principales mercados de exportación de la zona del euro y al empeoramiento de las condiciones de financiación externa. Aunque, en tasa intertrimestral, el crecimiento del PIB real experimentó una aceleración hasta el 0,6 % en Hungría y hasta el 1,9 % en Rumanía en el tercer trimestre, este aumento se debió, principalmente, a factores transitorios (por ejemplo, el comportamiento excepcionalmente dinámico del sector agrícola). El crecimiento del PIB real se estancó en la República Checa en el tercer trimestre, mientras que, en Polonia, siguió siendo robusto, alcanzando el 1 % en tasa intertrimestral. En general, los indicadores de corto

plazo, que miden la actividad, y los datos del comercio exterior muestran una notable desaceleración en estos países. La inflación interanual, medida por el IAPC, se ha moderado constantemente en los últimos meses, situándose en el 3,8% en Hungría y en el 3,6% en Rumanía en octubre de 2011 (debido, en parte, a efectos de base y a la moderación de los precios de las materias primas). La inflación medida por el IAPC aumentó ligeramente en la República Checa, hasta el 2,6%, en octubre de 2011, desde un nivel bastante bajo en comparación con otros países de la región, mientras que, en Polonia, la inflación ha oscilado entre el 3,5% y el 4% en los últimos meses. De cara al futuro, se prevé que las modificaciones del IVA y de los precios administrados eleven, de forma transitoria, la inflación general medida por el IAPC en estos países, salvo en Polonia.

En los países más pequeños de Europa Central y Oriental, el crecimiento siguió siendo vigoroso en el tercer trimestre, pero se prevé una desaceleración en los próximos trimestres, como consecuencia de los factores antes mencionados. En estos países, el crecimiento ha estado determinado, principalmente, por las exportaciones, pero los factores internos determinantes del crecimiento (como el consumo privado) también han desempeñado un papel más destacado, a pesar de las elevadas tasas de paro, especialmente en Letonia y Lituania (véase, en el recuadro 2, un análisis de la movilidad del factor trabajo en los países de la UE de Europa Central y Oriental). La inflación ha seguido siendo elevada (más del 4%) en los países bálticos y se ha mantenido en torno al 3% en Bulgaria. De cara al futuro, se prevé una moderación de la inflación, debido al menor crecimiento económico y a efectos de base.

## Recuadro 2

### MOVILIDAD DEL FACTOR TRABAJO EN LOS ESTADOS MIEMBROS DE LA UE DE EUROPA CENTRAL Y ORIENTAL EN COMPARACIÓN CON LA ZONA DEL EURO, DINAMARCA Y SUECIA

En el presente recuadro se examina la movilidad del factor trabajo en los países miembros de la UE de Europa Central y Oriental (PECO) utilizando como referencia, a efectos de comparación, evidencia de dicha movilidad en la zona del euro, Dinamarca y Suecia (véase un análisis de este fenómeno para la zona del euro en el recuadro 8 del Boletín Mensual de marzo de 2011).

Concretamente, se presentan medidas alternativas de la movilidad del factor trabajo para el período comprendido entre 1998 y 2008, basadas en datos microeconómicos obtenidos a partir de la encuesta de población activa de Eurostat<sup>1,2</sup>. Para ilustrar la facilidad de la transición entre empleo, desempleo e inactividad, se han construido medidas de la probabilidad de que, en un período de dos años, se produzca movilidad o se mantenga cada una de las situaciones mencionadas.

Los resultados muestran que la probabilidad media de mantener el empleo durante un período dado de dos años es bastante similar en los PECO, Suecia y la zona del euro, y mayor que en Dinamarca [gráfico A (a)]. La probabilidad de mantenerse inactivo también es similar en los PECO y en la zona

1 El presente recuadro se centra en los Estados miembros de la UE que no pertenecían a la zona del euro en 2008, es decir, la República Checa, Dinamarca, Estonia, Letonia, Lituania, Hungría, Polonia, Rumanía, Eslovaquia y Suecia. Se ha excluido, por falta de datos, el Reino Unido y Bulgaria. En el caso de Letonia, Lituania y Eslovaquia, no se dispone de datos anteriores a 2001; para Rumanía y Hungría no existen datos correspondientes al período anterior a 1999. Suecia no tiene datos para 2005. A los efectos del presente recuadro, los datos de la zona del euro excluyen Alemania, Malta, Irlanda, España y los Países Bajos. En el caso de estos países, solo se dispone de datos correspondientes a las rondas más recientes de la encuesta o no existen datos disponibles. Dentro de la zona del euro, no se dispone de datos sobre Francia para el período 2003-2005, y tampoco para Luxemburgo y Eslovenia anteriores a 1999 y 2000, respectivamente.

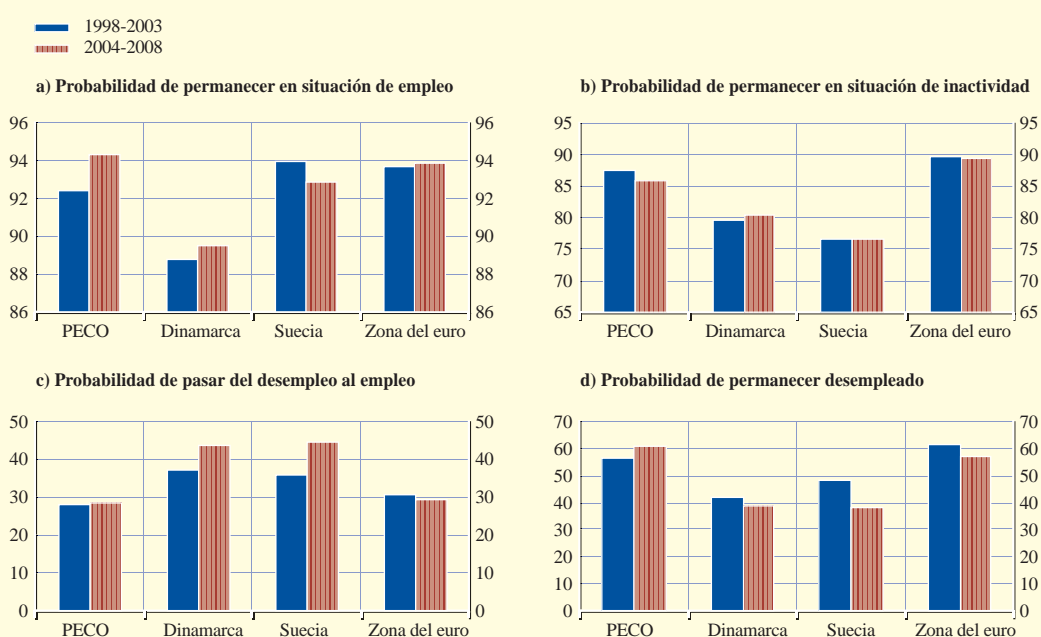
2 Los datos sobre la situación del mercado de trabajo se basan en autoevaluaciones de los participantes en las encuestas respecto a su situación laboral presente y pasada.

del euro, pero es más elevada que en Dinamarca y Suecia [gráfico A (b)]<sup>3</sup>. El gráfico A indica también que en los PECO y en la zona del euro la probabilidad de pasar de una situación de desempleo a una de empleo es mucho menor que en Dinamarca y Suecia (panel c)<sup>4</sup>, mientras que la probabilidad de seguir desempleado es mucho mayor en los PECO y en la zona del euro que en Dinamarca y Suecia (panel d). Así pues, en general, los PECO comparten muchas similitudes con la zona del euro, y ambas regiones parecen presentar una movilidad menor del factor trabajo en comparación con Dinamarca y Suecia.

El índice de Shorrocks, una medida resumen de la movilidad<sup>5</sup>, indica que la movilidad del factor trabajo se ha reducido con el tiempo en los PECO (véase gráfico B). Por el contrario, en la zona del euro, Dinamarca y Suecia, las tasas de movilidad tendieron a aumentar entre 1998 y 2008. La menor flexibilidad del mercado de trabajo en los PECO también es evidente cuando se analizan las probabilidades de cambiar de situación con el tiempo. En comparación con el período comprendido entre 1998 y 2003, el número de personas que permanecieron en situación de desempleo aumentó entre 2004 y 2008 en los PECO, mientras que disminuyó en Dinamarca, Suecia y la zona del euro durante el mismo período [gráfico A (d)].

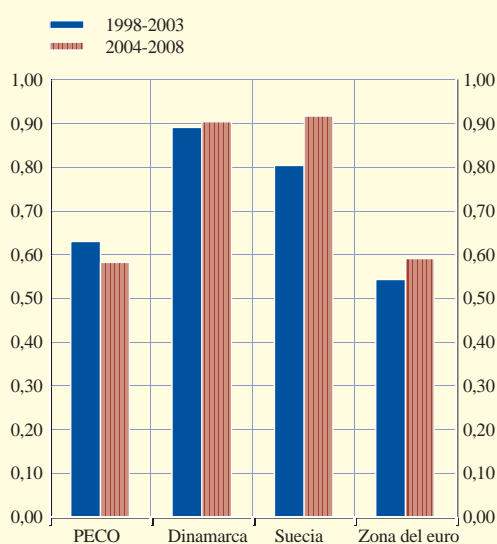
- 3 Dado que la inactividad incluye a los jubilados y a quienes están estudiando, la probabilidad de mantenerse inactivo se reduce entre 8 y 10 puntos porcentuales en media cuando se controlan los flujos que representan esos colectivos.
- 4 En Dinamarca y Suecia, la mayor solidez de la demanda de trabajo se explica tanto por las políticas activas del mercado laboral como por la existencia de prestaciones por desempleo más generosas y por los programas de seguridad en el empleo a largo plazo (como la «flexiseguridad» en Dinamarca).
- 5 Véase A. F. Shorrocks (1978), «The measurement of mobility», *Econometrica*, 46, pp. 1013-1034. El índice de Shorrocks capta las variaciones en la probabilidad de pasar de una situación laboral a otra (empleo, desempleo e inactividad) entre el período anterior y el período actual. El índice varía entre cero y uno: cero significa que la probabilidad de movilidad es nula, mientras que uno significa plena movilidad.

**Gráfico A Probabilidad de permanecer en cada situación laboral durante un período de dos años y probabilidad de pasar del desempleo al empleo (1998-2008)**



Fuentes: Encuesta de población activa de Eurostat y cálculos del BCE.  
Notas: Las observaciones se han ponderado en función de la participación de la población activa (personas con edades comprendidas entre 15 y 64 años) de cada país sobre el agregado de los PECO. La misma ponderación se aplica a los países de la zona del euro.

**Gráfico B Evolución de los índices de movilidad del mercado de trabajo**



Fuentes: Encuesta de población activa de Eurostat y cálculos del BCE.  
 Notas: Las observaciones se han ponderado en función de la participación de la población activa (personas con edades comprendidas entre 15 y 64 años) de cada país sobre el agregado de los PECO. La misma ponderación se aplica a los países de la zona del euro. Véase también nota 5 del texto.

las vacantes, tanto en los PECO como en la zona del euro, incrementando así las tasas de actividad y reduciendo el coste del desempleo de larga duración.

El descenso observado en la movilidad en los PECO desde el año 2004 es coherente con la estabilización del mercado de trabajo en la región, posiblemente como resultado del sólido crecimiento económico y de las políticas que favorecieron la prolongación de la duración media del puesto de trabajo (especialmente para los jóvenes y las personas con elevado nivel de formación). No obstante, dichas políticas también aumentaron las ineficiencias en los mercados de trabajo, como lo demuestra el aumento de la probabilidad de seguir desempleado en los PECO.

Sin embargo, en general, los resultados de los PECO no difieren en gran medida de los resultados agregados de la zona del euro, ya que la flexibilidad del mercado de trabajo, en términos de facilidad de contratación (y despido), sigue siendo todavía relativamente escasa en comparación con Dinamarca y, especialmente, Suecia. De ello se deduce que es necesario un mayor esfuerzo para poner en marcha reformas del mercado de trabajo, aumentar la flexibilidad de dicho mercado y ajustar mejor las cualificaciones a las exigencias de

### OTROS PAÍSES EUROPEOS

En el segundo trimestre de 2011, el PIB real en Turquía siguió creciendo a un ritmo vigoroso del 8,8 % en tasa interanual. Al igual que en el primer trimestre, la demanda interna fue el principal motor del crecimiento, mientras que la contribución de la demanda exterior neta continuó siendo, en gran medida, negativa. La inflación va en aumento, y ascendió al 9,5 %, en tasa interanual, en noviembre de 2011, como consecuencia de los efectos de la depreciación de la lira turca, que ha perdido alrededor del 20 % de su valor en términos efectivos nominales desde el comienzo del año. El banco central trató de contrarrestar las presiones de devaluación interviniendo en el mercado de divisas y, al mismo tiempo, aplicó una política monetaria más restrictiva, elevando el tipo de interés de los préstamos a un día del 9 % al 12,5 % en octubre. A corto plazo, las perspectivas económicas se verán afectadas, probablemente, por el vacilante crecimiento de la economía mundial y por las condiciones más restrictivas de concesión de crédito, a nivel tanto interno como externo.

En Rusia, el crecimiento fue más bien robusto en el tercer trimestre de 2011, tras la desaceleración del primer semestre del año. Según la estimación de avance, el crecimiento interanual del PIB real fue del 4,8 % en el tercer trimestre, frente al 3,7 % registrado, en promedio, en el primer trimestre de 2011. Este aumento tuvo su origen, en parte, en el sólido crecimiento del sector agrícola. El crecimiento de la producción industrial continuó moderándose y se situó en el 3,6 %, en tasa interanual, en octubre. La inflación interanual ha experimentado una rápida desaceleración desde julio, situándose en el 6,8 % en noviembre de 2011. El Banco de Rusia elevó el tipo de interés de las operaciones de depósito y redujo el de las operaciones de



cesión temporal a mediados de septiembre, estrechando así la parte efectiva de su banda de tipos de interés a 150 puntos básicos, a fin de limitar la volatilidad de los tipos del mercado interbancario. De cara al futuro, la actividad económica dependerá, probable y principalmente, de la evolución de los precios de las materias primas, habida cuenta del importante papel que desempeñan las exportaciones de materias primas energéticas en la economía, así como del impacto del deterioro de la situación económica mundial.

### ECONOMÍAS EMERGENTES DE ASIA

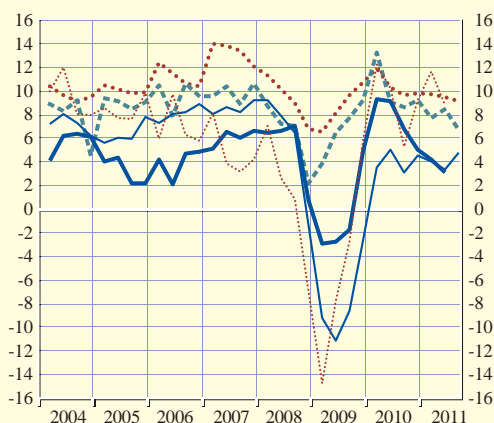
En las economías emergentes de Asia, el crecimiento económico se estabilizó en el tercer trimestre de 2011, tras moderarse en el segundo trimestre. La inversión y el consumo privados mantuvieron su capacidad de resistencia en un contexto de políticas monetarias acomodaticias y fuerte crecimiento del crédito, mientras que el crecimiento de las exportaciones se ralentizó, debido al desfavorable entorno externo. La inflación interanual probablemente ha tocado techo en el tercer trimestre, ya que tanto la inflación importada como las presiones de la demanda interna se han atenuado más recientemente. En vista de las señales de moderación de la inflación y de los riesgos a la baja para las perspectivas económicas, los bancos centrales de la región pusieron fin a su ciclo de endurecimiento monetario, salvo en algunos grandes países, en los que la inflación sigue siendo persistentemente alta.

En China, continuó la gradual desaceleración del crecimiento económico, aunque, hasta ahora, la economía ha mostrado gran capacidad de resistencia frente al empeoramiento de las perspectivas mundiales. En el tercer trimestre de 2011, el PIB real creció un 9,1% en tasa interanual (frente al 9,5% del segundo trimestre), con una contribución decreciente de la demanda interna al crecimiento y una contribución negativa de la demanda exterior neta. Los indicadores de alta frecuencia sugieren que el valor añadido en la industria y las ventas del comercio minorista experimentaron una ligera desaceleración y

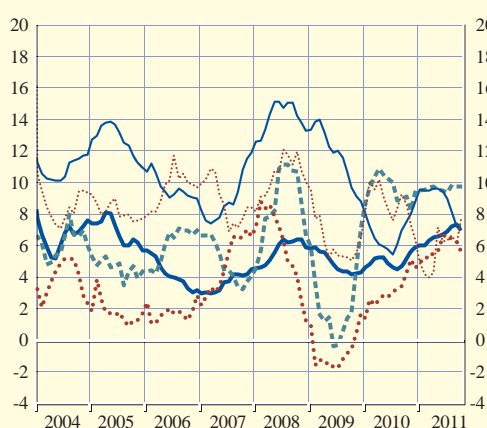
**Gráfico 4 Evolución del producto y de la inflación en las principales economías emergentes**

— Brasil      — Rusia  
 ..... China      ..... Turquía  
 - - - - India

**Crecimiento del producto<sup>1)</sup>**  
 (tasa de crecimiento interanual; datos trimestrales)



**Tasas de inflación<sup>2)</sup>**  
 (precios de consumo; tasas de variación interanual;  
 datos mensuales)



Fuente: Haver Analytics.

1) Datos desestacionalizados para Brasil y China. Datos sin desestacionalizar para India, Rusia y Turquía. Última observación: tercer trimestre de 2011 (Brasil y Turquía; segundo trimestre de 2011).

2) Índice de precios al por mayor para la inflación en India. Última observación: octubre de 2011.

que el crecimiento de la inversión continuó siendo robusto recientemente. No obstante, los indicadores PMI más recientes señalan un deterioro de la actividad en el sector manufacturero en noviembre. En un contexto de empeoramiento de las condiciones externas, el crecimiento de las exportaciones chinas se redujo, en términos nominales, hasta el 15,8 %, en tasa interanual, en octubre, desde el 20,5 % registrado en el tercer trimestre, principalmente como consecuencia de la menor demanda de Europa. Las presiones inflacionistas han seguido reduciéndose tras el máximo alcanzado en el tercer trimestre. La inflación interanual, medida por el IPC, descendió hasta el 5,5 % en octubre, 0,6 puntos porcentuales menos que en el mes anterior. El descenso de la inflación medida por el IPC estuvo determinado, principalmente, por los precios de los alimentos, mientras que la tasa, excluidos los alimentos, también registró una ligera moderación. En el mercado inmobiliario, siguieron bajando los precios y se redujeron los volúmenes de ventas. Las condiciones monetarias y de concesión de crédito fueron algo menos restrictivas en octubre que en los meses anteriores, repuntando los nuevos préstamos hasta el nivel más alto de los últimos cuatro meses. El Banco Central de la República Popular China redujo el coeficiente de reservas obligatorias en 50 puntos básicos a finales de noviembre, la primera reducción realizada desde finales de diciembre de 2008.

En India, el crecimiento interanual del PIB real se redujo hasta el 6,7 % en el tercer trimestre de 2011, desde el 8,5 % del segundo trimestre, principalmente como consecuencia de la contracción de la inversión. La inflación interanual medida por los precios al por mayor —la medida de la inflación que utiliza preferentemente el Banco de Reserva de India— ha seguido siendo elevada (9,7 % en septiembre y octubre), y tanto los precios de los productos manufacturados como los de las materias primas han contribuido a las elevadas presiones inflacionistas. Por consiguiente, el Banco de Reserva de India elevó su principal tipo de interés oficial en 25 puntos básicos en septiembre y en otros 25 puntos básicos en octubre, hasta situarlo en el 8,5 %.

En Corea, el PIB real creció hasta el 3,5 %, en tasa interanual, en el tercer trimestre de 2011, frente al 3,4 % del trimestre anterior. La contribución de la demanda exterior neta y de la inversión fue menor que en el trimestre anterior, mientras que el consumo privado siguió mostrando capacidad de resistencia con un crecimiento interanual del 3,2 %. La inflación interanual, medida por el IPC, se mantuvo por primera vez, en octubre de este año, dentro de la banda del 2 % al 4 % fijada como objetivo por el Banco de Corea, cayendo hasta el 3,9 %, pero ha repuntado de nuevo en noviembre hasta el 4,2 %. El Banco de Corea mantuvo su tipo de interés oficial en el 3,25 %.

Entre los países de la ASEAN-5 (Indonesia, Malasia, Filipinas, Singapur y Tailandia), la economía de Indonesia siguió registrando un sólido crecimiento (6,5 %, en tasa interanual en el tercer trimestre de 2011), impulsada por el consumo privado y la demanda exterior neta. Al mismo tiempo, Tailandia está sufriendo las peores inundaciones en más de 50 años, que han dado lugar a graves cortes en la producción, lo que tendrá un impacto negativo sobre el crecimiento en el cuarto trimestre de 2011.

De cara al futuro, se prevé que el crecimiento en las economías emergentes de Asia seguirá siendo moderado. Las turbulencias en los mercados financieros mundiales y la atonía de la actividad en las principales economías avanzadas constituyen riesgos a la baja para el crecimiento. Dado que los precios de las materias primas se están estabilizando, es probable que se reduzca la inflación, lo que atenuaría la preocupación por los riesgos de recalentamiento.

#### **ORIENTE MEDIO Y ÁFRICA**

Los elevados precios de la energía y la sólida demanda de las economías emergentes continúan respaldando el crecimiento del PIB en los países exportadores de petróleo de Oriente Medio y del Norte de África que no han sufrido una fuerte agitación social. En Libia, la producción de petróleo está

umentando de forma gradual, aunque hasta ahora se orienta, principalmente, al consumo interno. En el tercer trimestre de 2011, en la mayoría de los países exportadores de petróleo se registró un ligero repunte de la inflación de los precios de consumo, pero, en general, las presiones inflacionistas han seguido siendo moderadas.

En Arabia Saudita, la producción de petróleo se mantuvo en niveles históricos elevados en el tercer trimestre de 2011, en parte para compensar la caída de la oferta de crudo de Libia, pero también como respuesta a la fuerte demanda de los mercados emergentes. Al mismo tiempo, se ha desvanecido el impulso al gasto en consumo que supuso la retribución extraordinaria que recibieron los empleados públicos en los meses anteriores del año. La inflación medida por los precios de consumo aumentó hasta el 5 %, en tasa interanual, en el tercer trimestre, desde el 4,7 % de los tres meses anteriores.

Los lentos avances en la transición política y la persistente agitación social, así como el debilitamiento de la economía mundial, continúan obstaculizando el crecimiento y la estabilidad macroeconómica en varios países importadores de petróleo de Oriente Medio y del Norte de África. Los elevados precios mundiales de los combustibles y los alimentos y la grave sequía en el Cuerno de África han dado lugar a un fuerte aumento de la inflación en la región, que ha exigido la adopción de políticas monetarias más restrictivas en algunos países. De cara al futuro, las perspectivas de Oriente Medio y del Norte de África se verán configuradas por la escala de la desaceleración de la actividad mundial y su impacto sobre los precios de las materias primas.

## AMÉRICA LATINA

En América Latina, la actividad económica experimentó una nueva desaceleración en el tercer trimestre de 2011. La moderación del crecimiento tuvo su origen, principalmente, en un empeoramiento de las condiciones a escala mundial y en los efectos retardados de la aplicación de políticas económicas internas más restrictivas. Al mismo tiempo, las presiones inflacionistas se están relajando ligeramente, aunque siguen siendo intensas en la mayoría de los países de la región.

En Brasil se observan señales evidentes de que, en el tercer trimestre de 2011, se produjo una desaceleración económica, con un deterioro generalizado de los indicadores relativos a la producción, la demanda y el mercado de trabajo. La producción industrial se mantuvo estancada durante ese trimestre. Al mismo tiempo, las presiones inflacionistas continúan aumentando y la inflación interanual se situó en el 7,1 % en el tercer trimestre de 2011, 0,4 puntos porcentuales más que en el segundo trimestre de 2011. En México, el crecimiento interanual del PIB real fue del 4,4 % en el tercer trimestre de 2011, frente al 3,6 % del trimestre anterior. El crecimiento económico en el tercer trimestre estuvo respaldado, en grado significativo, por el sólido crecimiento registrado en el sector primario, que refleja un repunte tras la debilidad observada en el primer semestre del año. La inflación interanual, medida por los precios de consumo, prácticamente no experimentó variación con respecto a los trimestres anteriores, situándose en promedio en el 3,4 % en el tercer trimestre de 2011. En Argentina, el crecimiento económico ha comenzado a ralentizarse tras aumentar a un ritmo rápido durante el último año y medio. La producción industrial creció a una tasa interanual del 5,7 % en el tercer trimestre, frente al 8,5 % del segundo trimestre. Al mismo tiempo, la inflación se mantiene próxima al nivel de dos dígitos: en el tercer trimestre de 2011, la inflación interanual medida por el IPC ascendió al 9,8 %, lo que representa un aumento de 0,1 puntos porcentuales en comparación con el segundo trimestre.

De cara al futuro, se prevé que el crecimiento de la actividad económica en la región seguirá debilitándose, debido principalmente a una nueva desaceleración del crecimiento de las exportaciones. Se espera que las presiones inflacionistas se moderen, aunque solo de forma gradual.

## 1.2 MERCADOS DE MATERIAS PRIMAS

Los precios del petróleo han bajado desde comienzos de septiembre de 2011 en un clima de fuertes fluctuaciones, situándose el precio del barril en un intervalo de 101 a 116 dólares estadounidenses y manteniéndose así el comportamiento sumamente volátil observado desde mediados de mayo de 2011. El 7 de diciembre, el precio del barril de Brent era de 110,3 dólares estadounidenses, todavía un 18,4% por encima del nivel de principios del año. De cara al futuro, los participantes en los mercados prevén que los precios del crudo sean ligeramente más bajos en el medio plazo, y los futuros con entrega en diciembre de 2012 se negocian actualmente a 106,7 dólares estadounidenses el barril.

En la segunda quincena de septiembre y a principios de octubre de 2011, los precios del crudo cayeron hasta los 101 dólares estadounidenses el barril, un nivel no observado desde comienzos de 2011, para aumentar de nuevo y fluctuar de forma relativamente rígida en torno a 110 dólares el barril. La fuerte caída de los precios en septiembre se produjo en un clima de intensificación de las tensiones en los mercados financieros y de su esperado impacto a la baja sobre la demanda. Pese a que las turbulencias en los mercados financieros siguieron intensificándose en los meses posteriores, los precios del petróleo han demostrado capacidad de resistencia y han recuperado la mayor parte del terreno perdido. Ello se ha debido, principalmente, a la situación relativamente tensa de las variables fundamentales de los mercados físicos; en septiembre, por cuarto mes consecutivo, se redujeron las existencias de petróleo de la OCDE, como consecuencia de la combinación de dos factores: las perturbaciones en la oferta y los datos recientes sobre la solidez de la demanda de crudo.

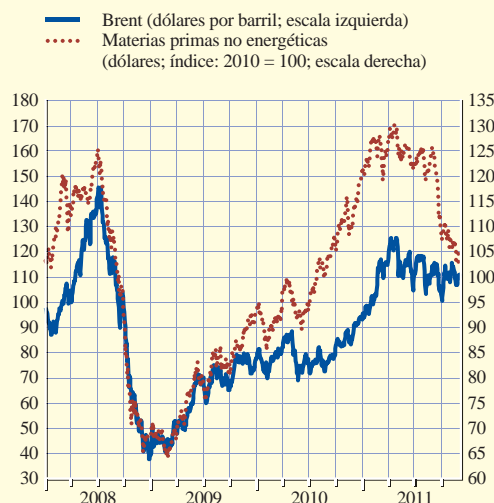
Los precios de las materias primas no energéticas han experimentado fuertes descensos en los últimos meses y, actualmente, se sitúan en torno a un 16% por debajo del nivel de comienzos de septiembre. Dadas las condiciones, en general bastante acomodaticias, por el lado de la oferta, tanto los precios de los alimentos como los de los metales básicos se han visto afectados por las tensiones registradas en algunos mercados de deuda soberana y sus repercusiones sobre la demanda mundial. En cifras agregadas, el índice de precios de las materias primas no energéticas (denominado en dólares estadounidenses) se situaba, a principios de diciembre, un 14% por debajo del nivel de comienzos de año.

## 1.3 TIPOS DE CAMBIO

### TIPO DE CAMBIO EFECTIVO DEL EURO

Desde finales de agosto de este año, el euro ha seguido, en gran medida, una tendencia a la baja, en un entorno de fuerte volatilidad. Como resultado, la moneda única ha perdido parte del terreno ganado como consecuencia del fortalecimiento registrado en los primeros meses del año, especialmente entre enero y abril. El 7 de diciembre, el euro cotizaba —en términos efectivos nominales, medido frente a las

Gráfico 5 Evolución de los precios de las materias primas



Fuentes: Bloomberg y HWWI.

monedas de 20 de los socios comerciales más importantes de la zona del euro— un 2,8% por debajo del nivel registrado a finales de agosto de 2011 y alrededor de un 1,9% por debajo de la media de 2010.

Desde principios de septiembre, los movimientos del tipo de cambio del euro han seguido guardando relación, en gran medida, con los rápidos cambios de percepción de los mercados respecto a las perspectivas fiscales y económicas de los países de la zona del euro en relación con las de otras grandes economías, y con la evolución de los diferenciales de rendimiento esperados entre la zona del euro y otras economías avanzadas. La constante depreciación del euro en términos efectivos nominales durante el período considerado siguió reflejando una elevada aversión al riesgo y la preocupación respecto a las perspectivas fiscales de algunos países de la zona del euro. Esta tendencia solo se interrumpió temporalmente en octubre, cuando el euro se apreció de forma acusada frente al dólar estadounidense y frente al yen japonés en un clima de volatilidad algo menor. La posterior depreciación del euro frente a estas dos monedas solo se compensó parcialmente con un fortalecimiento frente a otras monedas, en particular, las de las economías de Europa Central y Oriental (véase cuadro 1).

La volatilidad del mercado de divisas del euro ha seguido situándose en niveles elevados desde finales de agosto de este año. La volatilidad implícita de los tipos de cambio bilaterales del euro frente al dólar estadounidense, la libra esterlina y el yen japonés, tanto en el horizonte de corto plazo como en el de largo plazo, se intensificó en septiembre, en consonancia con el aumento general de la incertidumbre en los mercados en un clima de renovada inquietud respecto a la sostenibilidad de la deuda soberana, no solo en la zona del euro, sino también en Estados Unidos (véase gráfico 8). La volatilidad implícita solo se redujo temporalmente en octubre y aumentó de nuevo hacia finales del año, con la excepción de la volatilidad implícita del tipo de cambio del euro frente al franco suizo, que se redujo de forma acusada tras el anuncio del Banco Nacional de Suiza, a comienzos de septiembre, de que no permitiría que el tipo de cambio del franco frente al euro se situase por debajo de un nivel mínimo.

Por lo que respecta a los indicadores de competitividad internacional en términos de precios y costes de la zona del euro, en noviembre de 2011, el tipo de cambio efectivo real del euro, basado en los precios de consumo (medido frente a las monedas de 20 de los socios comerciales más importantes de la zona), se situaba un 1,7% por debajo de la media de 2010 (véase gráfico 7). Esta evolución refleja, principalmente, la depreciación nominal del euro con respecto a 2010, mientras que la inflación de precios de consumo en la zona del euro fue, prácticamente, comparable a la media registrada en los principales países con los que comercia la zona.

### TIPOS DE CAMBIO BILATERALES

Desde principios de septiembre, el euro se ha depreciado de forma acusada frente al dólar estadounidense. Desde el 31 de agosto hasta el 7 de diciembre de 2011, el euro se depreció un 7,4% frente al dólar, cotizando un 0,9% por encima de la media de 2010 (véanse gráfico 6 y cuadro 1). Como se mencionó anteriormente, los principales factores determinantes fueron los cambios de percepción respecto a la sostenibilidad de las finanzas públicas en algunos Estados miembros de la zona del euro y en Estados Unidos, así como los movimientos en los diferenciales de rendimiento entre las dos economías.

El euro también se depreció de forma pronunciada frente al yen, especialmente entre finales de agosto y principios de octubre y, posteriormente, comenzó a revertir su tendencia durante el resto del mes. Desde noviembre, el euro se ha depreciado de nuevo frente al yen japonés, y la información contenida en los precios de las opciones sobre divisas indica que los mercados están anticipando una nueva depreciación del euro frente al yen, pese a los esfuerzos de las autoridades japonesas por frenar la apreciación de su moneda, incluidas las intervenciones en los mercados de divisas a finales de octubre.

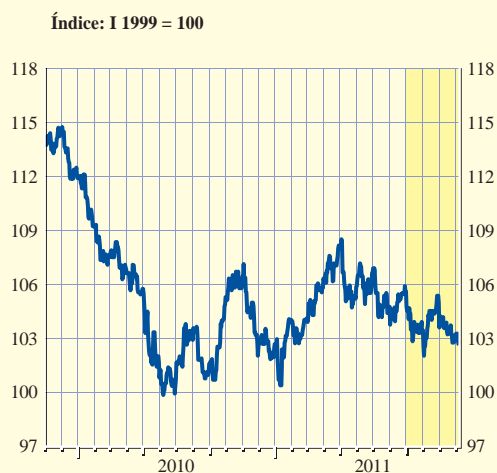
De hecho, comúnmente se considera el yen japonés como una «moneda refugio» y, por lo tanto, propensa a experimentar una acusada apreciación nominal cuando aumenta la volatilidad. El 7 de diciembre de 2011, el euro cotizaba un 5,9 % por debajo del nivel de finales de agosto y un 10,5 % por debajo de la media de 2010.

Por lo que respecta a otras monedas, el tipo de cambio del euro frente a la libra esterlina ha continuado oscilando sin mostrar una tendencia clara desde finales de agosto, en un clima de fuerte volatilidad. El 7 de diciembre, el euro cotizaba frente a la libra un 3,2 % por debajo del nivel de finales de agosto (véase cuadro 1). El euro también experimentó fuertes oscilaciones frente al franco suizo desde abril hasta agosto de 2011, depreciándose primero de forma acusada hasta alcanzar un mínimo histórico de 1,05 el 11 de agosto, para apreciarse después significativamente durante el resto del mes y los primeros días de septiembre. Desde entonces, el franco suizo se ha mantenido, en general, estable frente al euro, cotizando por encima del tipo de cambio mínimo fijado unilateralmente por el Banco Nacional de Suiza a primeros de septiembre, que, el 7 de diciembre, se situó alrededor de un 6,4 % por encima del nivel de finales de agosto de 2011. En el período considerado, la moneda única también se apreció un 5,1 % frente a la corona checa, un 10,4 % frente al forint húngaro y un 7,8 % frente al zloty polaco.

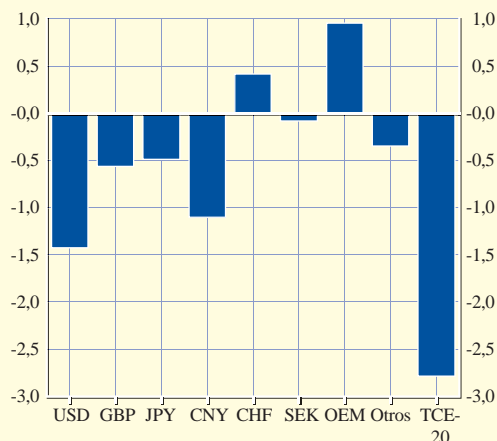
Desde comienzos de 2011, las monedas que participan en el MTC II se han mantenido, en general, estables frente al euro, cotizando al tipo de cambio correspondiente a las respectivas paridades centrales o en torno a dichas paridades. Durante el período considerado, el lats letón se aproximó a su paridad central dentro de la banda de  $\pm 1\%$  establecida unilateralmente.

**Gráfico 6 Tipo de cambio efectivo del euro (TCE-20) y sus componentes<sup>1)</sup>**

(datos diarios)



**Contribuciones a las variaciones del TCE-20<sup>2)</sup>**  
Del 31 de agosto al 7 de diciembre de 2011  
(en puntos porcentuales)



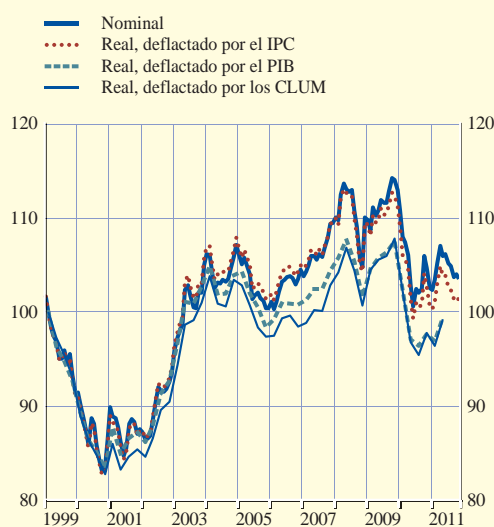
Fuente: BCE.

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

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

**Gráfico 7 Tipos de cambio efectivos nominal y real del euro (TCE-20)<sup>1)</sup>**

(datos mensuales/trimestrales; índice: I 1999 = 100)



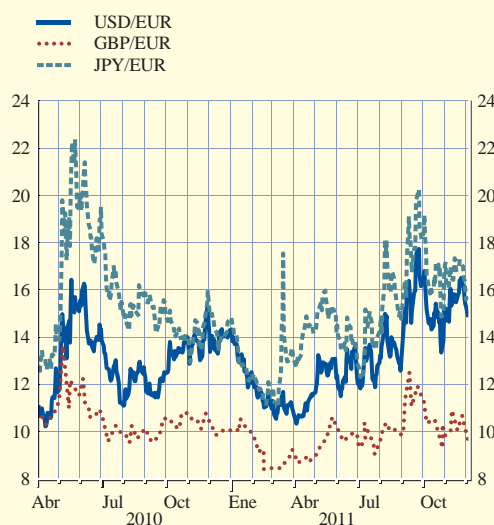
Fuente: BCE.

1) Un aumento de los índices de los TCE-20 supone una apreciación del euro. Las observaciones mensuales más recientes corresponden a noviembre de 2011. En el caso de los TCE-20 reales basados en el PIB y en los CLUM, la última observación, basada en parte en estimaciones, corresponde al segundo trimestre de 2011.

**Gráfico 8 Evolución de los tipos de cambio y volatilidades implícitas**

(datos diarios)

**Volatilidades implícitas de los tipos de cambio (a tres meses)**



Fuente: Bloomberg.

**Cuadro I Evolución del tipo de cambio del euro<sup>1)</sup>**

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

	Ponderación en el TCE-20	Nivel a 7 de diciembre de 2011	Apreciación (+)/depreciación (-) del euro a 7 de diciembre de 2011		
			desde:		en comparación con:
			31 de agosto de 2011	1 de enero de 2010	media de 2010
Dólar estadounidense	19,4	1,338	-7,4	-7,0	0,9
Libra esterlina	17,8	0,857	-3,2	-3,8	0,0
Renminbi chino	13,6	8,491	-7,8	-13,6	-5,4
Yen japonés	8,3	104,0	-5,9	-22,2	10,5
Franco suizo	6,4	1,241	6,4	-16,5	10,1
Zloty polaco	4,9	4,472	7,8	9,0	11,9
Corona sueca	4,9	9,015	-1,6	-11,6	-5,5
Corona checa	4,1	25,33	5,1	-3,6	0,2
Won coreano	3,9	1,513	-1,7	-9,0	-1,3
Forint húngaro	3,1	300,2	10,4	11,3	9,0
TCEN <sup>2)</sup>		102,7	-2,8	-8,2	-1,9

Fuente: BCE.

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

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

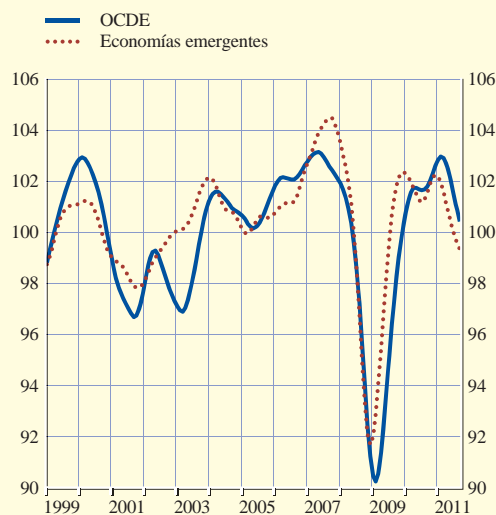
#### 1.4 PERSPECTIVAS DEL ENTORNO EXTERIOR

De cara al futuro, se prevé que el crecimiento mundial se vea respaldado por la capacidad de resistencia de las economías emergentes, aunque esta previsión se enmarca en un contexto de intensificación de las

tensiones en los mercados financieros mundiales, y de persistencia de las actuales dificultades estructurales que socavan el crecimiento. En septiembre, el indicador sintético adelantado de la OCDE sugería una desaceleración en la mayoría de los países de la OCDE y en otras principales economías. El indicador Ifo de clima económico mundial registró un deterioro en el cuarto trimestre y, actualmente, se sitúa muy por debajo de la media de largo plazo. Este empeoramiento del índice se debió a una evaluación menos favorable, tanto de la situación actual como de la prevista para los próximos seis meses, con un nuevo deterioro de los indicadores de América del Norte y Asia. En este contexto, las proyecciones de los expertos correspondientes a diciembre de 2011 implican unas perspectivas más sombrías en comparación con las de septiembre de este año (véase sección 6). En un entorno de elevada incertidumbre, los riesgos para la actividad siguen situándose a la baja y están relacionados, especialmente, con la posibilidad de que se reintensifiquen las tensiones en algunos segmentos de los mercados financieros, así como las presiones proteccionistas, y de que se produzca una corrección desordenada de los desequilibrios mundiales.

**Gráfico 9 Indicadores sintéticos adelantados de la OCDE**

(datos mensuales; ajustados a la amplitud del ciclo)



Fuente: OCDE.

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



## 2 EVOLUCIÓN MONETARIA Y FINANCIERA

### 2.1 DINERO Y CRÉDITO DE LAS IFM

El entorno de tensiones en los mercados financieros y la incertidumbre acerca de la actividad económica tuvieron un impacto notable en la evolución monetaria y, con carácter más general, en el activo y el pasivo de los balances de las IFM en el tercer trimestre y en octubre de 2011. Agosto y septiembre fueron testigos de un desplazamiento considerable de las carteras hacia M3, en detrimento de los activos de mayor riesgo. Estos flujos de entrada en M3 revirtieron, en parte, en octubre, cuando los inversores institucionales desplazaron fondos hacia activos ubicados fuera de la zona del euro. Al mismo tiempo, las tensiones de financiación en los balances de las IFM derivadas de la retirada de depósitos por parte de no residentes en la zona del euro y las tímidas emisiones de valores distintos de acciones a largo plazo por parte de las IFM se vieron parcialmente compensadas por un aumento sustancial del recurso a las operaciones de liquidez del Eurosistema. En este contexto, los préstamos de las IFM al sector privado fueron relativamente escasos en el tercer trimestre y en octubre de 2011. Si se considera la zona del euro en su conjunto, no hubo indicios de un recorte significativo del crédito en el período transcurrido hasta octubre. Sin embargo, teniendo en cuenta las tensiones de financiación actuales y el hecho de que los efectos en la oferta de crédito se manifiestan con retardo, será necesario vigilar atentamente la evolución del crédito. En conjunto, la tasa subyacente de expansión monetaria y crediticia se mantuvo en niveles moderados.

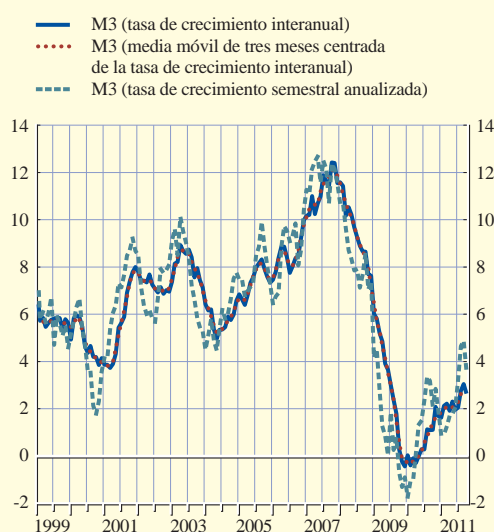
### EL AGREGADO MONETARIO AMPLIO M3

El entorno de tensiones en los mercados financieros tuvo un impacto notable en la evolución monetaria del tercer trimestre de 2011. La intensificación de la incertidumbre generó una recomposición de carteras, con desplazamientos de fondos hacia instrumentos monetarios, ya que el sector tenedor de dinero dio preferencia a la liquidez y a la seguridad del capital asociada a estos activos. Este entorno financiero también animó a las IFM a aumentar su recurso a las entidades de contrapartida central para llevar a cabo operaciones del mercado monetario con garantías, dando así un impulso adicional a los flujos dirigidos hacia el agregado monetario amplio M3. Sin embargo, la fuerte preferencia por los activos monetarios en el tercer trimestre se vio reflejada solo de manera parcial en la tasa de crecimiento interanual de M3, que representa la evolución media de los cuatro últimos trimestres. Por tanto, la tasa de crecimiento interanual de M3 repuntó y se situó en el 2,4% en el tercer trimestre, en comparación con el 2,1% del segundo trimestre (véase gráfico 10). Las significativas entradas en M3 en el tercer trimestre revirtieron en parte en octubre, cuando la tasa de crecimiento interanual de M3 se redujo ligeramente hasta colocarse en el 2,6%, frente al 3% de septiembre.

El impacto de la incertidumbre en los mercados financieros quedó patente en los tipos de componentes que experimentaron las entradas más significativas en el tercer trimestre. Las entradas en M1

Gráfico 10 Crecimiento de M3

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



Fuente: BCE.

representaron una parte importante del incremento total de M3, siendo reflejo de la mayor preferencia del sector tenedor de dinero por la liquidez. A diferencia del período siguiente a la quiebra de Lehman Brothers, esta perturbación en la demanda de dinero afectó sobre todo a los depósitos a la vista, más que al efectivo en circulación. La importancia de las consideraciones de liquidez también se reflejó en las entradas registradas en las participaciones en fondos del mercado monetario en el tercer trimestre, a pesar de los reducidos niveles de remuneración de estos instrumentos. Las salidas de M3 observadas en octubre estuvieron impulsadas, en gran medida, por los inversores institucionales y fueron generalizadas en los distintos instrumentos monetarios, con la notable excepción del efectivo en circulación.

Los flujos de entrada en M3 en el tercer trimestre y las salidas registradas en octubre se reflejaron, en términos generales, en la evolución de la posición acreedora neta frente al exterior de las IFM. Aunque los flujos mensuales son altamente volátiles, especialmente en épocas de intensificación de la incertidumbre, y, por tanto, deberían interpretarse con cautela, podrían apuntar a que partes del sector tenedor de dinero (particularmente los inversores institucionales) vendieron activos de riesgo en agosto y septiembre, y adquirieron activos fuera de la zona del euro en octubre.

A pesar de las significativas entradas en M3 observadas en el tercer trimestre, las IFM de la zona del euro tuvieron que hacer frente a presiones de financiación considerables, como consecuencia del aumento de las retiradas de depósitos por parte de no residentes en la zona del euro y de las limitadas emisiones de valores distintos de acciones a largo plazo. Este hecho, unido a la presión sobre el nivel de capital de las entidades de crédito y la mayor incertidumbre en torno a las perspectivas económicas, contribuyó a estabilizar la tasa de crecimiento interanual del crédito de las IFM al sector privado no financiero. Al mismo tiempo, los datos disponibles hasta octubre no apuntan a un recorte significativo del crédito en la zona del euro en su conjunto.

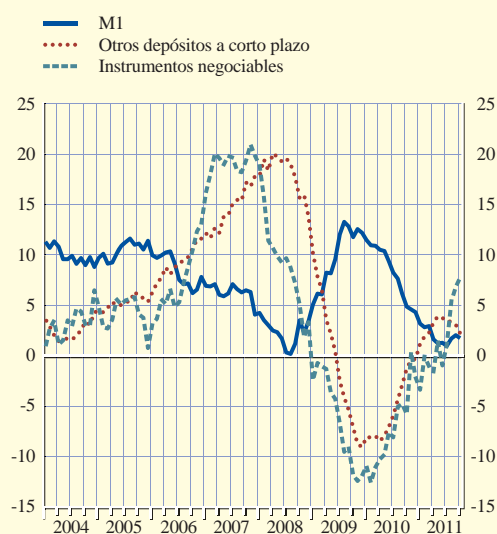
### PRINCIPALES COMPONENTES DE M3

El incremento adicional de la tasa de crecimiento interanual de los instrumentos negociables explicó el mayor crecimiento de M3 observado en el tercer trimestre y en octubre. Al mismo tiempo, las dinámicas del agregado monetario estrecho M1 y de otros depósitos a corto plazo experimentaron un cambio radical en el período analizado (véase gráfico 11). La tasa de crecimiento interanual de M1 aumentó significativamente en el tercer trimestre, mientras que la de otros depósitos a corto plazo se ha debilitado de forma considerable en los últimos meses. En consecuencia, los principales componentes de M3 contribuyeron en igual medida a la tasa de crecimiento interanual de M3 en octubre.

La tasa de crecimiento interanual de M1 descendió al 1,4% en el tercer trimestre, frente al 1,7% del segundo trimestre, antes de aumentar y situarse en el 1,7% en octubre (véase cuadro 2). Sin embargo, esta evolución oculta un fortalecimiento significativo del crecimiento interanual de M1 en agosto y septiembre, seguido de una ligera moderación en

Gráfico 11 Principales componentes de M3

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



Fuente: BCE.

**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 <sup>1)</sup>	Tasas de crecimiento interanual					
		2010 IV	2011 I	2011 II	2011 III	2011 Sep	2011 Oct
<b>M1</b>	<b>48,8</b>	<b>4,9</b>	<b>3,2</b>	<b>1,7</b>	<b>1,4</b>	<b>2,0</b>	<b>1,7</b>
Efectivo en circulación	8,6	5,6	4,9	4,2	4,5	5,3	6,5
Depósitos a la vista	40,1	4,7	2,9	1,2	0,8	1,4	0,8
M2 - M1 (= otros depósitos a corto plazo)	39,0	-1,1	1,3	3,4	3,4	3,1	2,2
Depósitos a plazo hasta dos años	18,9	-8,7	-2,7	2,3	3,2	3,2	1,8
Depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses	20,1	7,2	5,4	4,5	3,7	3,0	2,7
<b>M2</b>	<b>87,7</b>	<b>2,2</b>	<b>2,4</b>	<b>2,4</b>	<b>2,3</b>	<b>2,5</b>	<b>2,0</b>
M3 - M2 (= instrumentos negociables)	12,3	-3,0	-1,7	-0,4	3,1	6,8	7,8
<b>M3</b>	<b>100,0</b>	<b>1,5</b>	<b>1,9</b>	<b>2,1</b>	<b>2,4</b>	<b>3,0</b>	<b>2,6</b>
<b>Crédito a residentes en la zona del euro</b>		<b>3,4</b>	<b>3,7</b>	<b>3,1</b>	<b>2,4</b>	<b>2,3</b>	<b>1,6</b>
Crédito a las Administraciones Públicas		11,8	10,9	6,5	5,1	5,6	-0,5
Préstamos a las Administraciones Públicas		15,5	17,7	10,7	7,0	6,1	-1,2
Crédito al sector privado		1,5	2,1	2,3	1,8	1,5	2,1
Préstamos al sector privado		1,7	2,4	2,6	2,5	2,5	2,7
Préstamos al sector privado ajustados de ventas y titulaciones <sup>2)</sup>		2,2	2,8	2,8	2,7	2,7	3,0
<b>Pasivos financieros a más largo plazo (excluidos capital y reservas)</b>		<b>2,7</b>	<b>2,8</b>	<b>3,4</b>	<b>3,6</b>	<b>3,3</b>	<b>3,3</b>

Fuente: BCE.

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

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

octubre. Las considerables entradas en M1 observadas en agosto y septiembre fueron dirigidas, principalmente, a los depósitos a la vista, reflejando los desplazamientos de carteras hacia activos líquidos, en detrimento de los activos de riesgo, por parte de los hogares y de los intermediarios financieros no monetarios. Por tanto, estos flujos de entrada fueron consecuencia de la intensificación de las tensiones en los mercados financieros y de la incertidumbre económica, como ponen de manifiesto los acusados deterioros de los precios de las acciones y de los bonos, así como de la confianza de los consumidores. El descenso del crecimiento interanual de M1 observado en octubre obedeció, principalmente, a que los intermediarios financieros no monetarios redujeron sus depósitos a la vista. Es probable que este hecho fuera atribuible a que los fondos de inversión y otros inversores institucionales desplazaron fondos aparcados temporalmente, obtenidos de ventas anteriores de valores, hacia activos no ubicados en la zona del euro, así como a las retiradas de los fondos de inversión. Los hogares también redujeron sus depósitos a la vista en octubre. Sin embargo, esta evolución reflejó la reestructuración de sus carteras dentro de M3, con desplazamientos de fondos hacia depósitos de ahorro a corto plazo (es decir, depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses) y depósitos a plazo hasta dos años, en el contexto de la ampliación observada desde principios de año en los diferenciales entre la remuneración de estos tipos de depósito y la de los depósitos a la vista.

La tasa de crecimiento interanual media de los depósitos a corto plazo distintos de los depósitos a la vista se mantuvo sin variación en el 3,4% en el tercer trimestre, antes de disminuir y situarse en el 2,2% en octubre. Sin embargo, el primer dato ocultó nuevas entradas trimestrales significativas en depósitos a plazo hasta dos años y en depósitos de ahorro a corto plazo. Esto obedeció, principalmente, a que los hogares continuaron aumentando sus tenencias de estos instrumentos como consecuencia de la citada reestructuración de sus carteras, y a que los ingresos de las ventas de activos de mayor riesgo o los ahorros se dirigieron a estas categorías de activo. La moderación de la tasa de crecimiento interanual de los

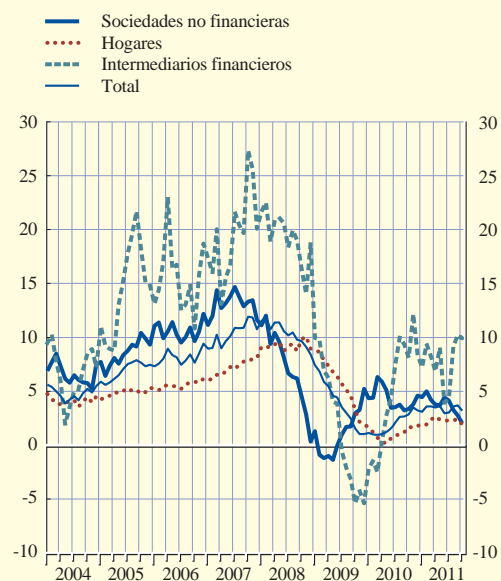
depósitos a corto plazo distintos de los depósitos a la vista observada en octubre se debió, en gran medida, a que las sociedades no financieras y los fondos de inversión redujeron sus depósitos a plazo hasta dos años. Esta evolución estuvo relacionada, probablemente, con el hecho de que las empresas desplazaran sus reservas de efectivo hacia activos más líquidos, y de que los citados fondos de inversión reestructuraran sus carteras de inversión, desplazando sus fondos hacia activos no ubicados en la zona del euro.

La tasa de crecimiento interanual de los instrumentos negociables pasó a ser significativamente positiva en el tercer trimestre, ascendiendo al 3,1 %, frente al -0,4 % del segundo trimestre, y después volvió a cobrar un notable impulso, hasta situarse en el 7,8 % en octubre. Esta evolución reflejó tendencias bastante similares en sus distintos subcomponentes. La tasa de crecimiento interanual de las cesiones temporales continuó incrementándose debido, sobre todo, a los significativos volúmenes de operaciones de préstamos interbancarios con garantías realizadas a través de entidades de contrapartida central, que responden a la actual preferencia de las entidades de crédito por estos activos, en detrimento de los préstamos sin garantías, en un entorno de intensificación de la incertidumbre sobre la solvencia financiera de las contrapartidas. El flujo interanual de valores distintos de acciones a corto plazo de las IFM se tornó positivo en el tercer trimestre (primer flujo positivo desde el segundo trimestre de 2010) y experimentó un impulso adicional en octubre. Sin embargo, esta evolución oculta el hecho de que los flujos han sido moderadamente negativos en los últimos meses, en términos acumulados, ya que el sector tenedor de dinero no encuentra atractiva la inversión en este tipo de activo. La tasa de crecimiento interanual de las participaciones en fondos del mercado monetario permaneció en niveles considerablemente negativos, aunque el ritmo de contracción se moderó. De hecho, en agosto y septiembre el sector tenedor de dinero aumentó su inversión en participaciones en fondos del mercado monetario, reflejando, probablemente, los desplazamientos de carácter temporal procedentes de otras participaciones en fondos de inversión de mayor riesgo. En términos generales, la continua debilidad de este subcomponente responde a la reducida remuneración que ofrecen estos instrumentos en relación con otros activos con perfiles de riesgo y vencimientos similares.

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 información fiable por sectores, se situó en el 3 % en octubre, un nivel ligeramente más bajo que en el tercer trimestre (véase gráfico 12). Sin embargo, este dato ocultó una fuerte moderación del crecimiento interanual de los depósitos de M3 en octubre, que obedeció, principalmente, a que los inversores institucionales redujeron de manera sustancial sus tenencias de estos instrumentos, como se ha indicado anteriormente. En cambio, los depósitos de M3 de los hogares volvieron a aumentar en el tercer trimestre y en octubre, lo que indica que este sector incrementó sus tenencias directas de pasivos de las IFM durante el período analizado.

**Gráfico 12 Depósitos a corto plazo y cesiones temporales**

(tasas de variación interanual; sin ajustar de efectos estacionales o de calendario)



Fuente: BCE.  
Nota: Sector IFM, excluido el Eurosistema.

### PRINCIPALES CONTRAPARTIDAS DE M3

Como consecuencia de la intensificación de la crisis de la deuda soberana, la situación relativa a la financiación de las entidades de crédito empeoró notablemente en el tercer trimestre de 2011, como ponen de manifiesto i) el aumento de la retirada de depósitos de no residentes en la zona del euro, y ii) la emisión limitada de valores distintos de acciones a largo plazo. Por consiguiente, las entidades de crédito se vieron obligadas a incrementar considerablemente su recurso a las operaciones de liquidez del Eurosistema. La crisis de la deuda soberana y la desaceleración económica también están ejerciendo presión sobre los niveles de capital de las entidades de crédito. Sin embargo, en general, los datos disponibles hasta octubre no muestran indicios de que el crédito de las IFM se esté recortando en un grado significativo en la zona del euro en su conjunto.

La tasa de crecimiento interanual del crédito total concedido por las IFM a residentes en la zona del euro disminuyó hasta el 2,4 % en el tercer trimestre, frente al 3,1 % del trimestre anterior. Esta evolución estuvo determinada por las caídas de las tasas de crecimiento interanual del crédito a las Administraciones Públicas y del crédito al sector privado. En lo que respecta al primero, las entidades de crédito de la zona del euro tendieron, en general, a seguir reduciendo su exposición frente a deudores soberanos de la zona. Aunque las cuantiosas entradas trimestrales en valores distintos de acciones obedecieron en su totalidad a las adquisiciones de valores realizadas en el marco del Programa para los Mercados de Valores del BCE, los flujos trimestrales de préstamos fueron ligeramente negativos. Como consecuencia, la tasa de crecimiento interanual del crédito a las Administraciones Públicas descendió al 5,1 % en el tercer trimestre, desde el 6,5 % del segundo trimestre. En octubre desapareció de los datos un efecto de base en el crédito a este sector (relacionado con las transferencias de activos de las IFM a estructuras de «bancos malos» clasificadas dentro del sector público, que se habían llevado a cabo un año antes). Por consiguiente, la tasa de crecimiento interanual del crédito total concedido por las IFM a residentes en la zona del euro volvió a caer, hasta situarse en el 1,6 % en dicho mes (véase cuadro 2), y la tasa de crecimiento interanual del crédito a las Administraciones Públicas pasó a ser negativa.

La tasa de crecimiento interanual del crédito otorgado por las IFM al sector privado descendió al 1,8 % en el tercer trimestre, frente al 2,3 % del trimestre anterior, como consecuencia, en parte, de que las IFM redujeron sus tenencias de activos de riesgo (es decir, acciones y otras participaciones) en un entorno de intensificación de la inquietud en los mercados financieros en agosto —comportamiento que también se observó en octubre. Al mismo tiempo, en octubre el crédito total de las IFM al sector privado registró las mayores entradas mensuales desde finales de 2010, por lo que su tasa de crecimiento interanual aumentó al 2,1 %. Sin embargo, esta evolución fue consecuencia, principalmente, de las operaciones de liquidez realizadas a través de entidades de contrapartida central clasificadas como intermediarios financieros no monetarios distintos de las empresas de seguros y fondos de pensiones (OIF), es decir, entidades pertenecientes al sector tenedor de dinero, lo que refleja que las entidades de crédito fueron más reacias a realizar préstamos interbancarios sin activos de garantía a cambio, en un contexto de intensificación de la incertidumbre sobre la solvencia de las contrapartidas.

La tasa de crecimiento interanual de los préstamos de las IFM al sector privado (ajustados de ventas y titulizaciones) —el principal componente del crédito a este sector— se situó en el 2,7 % en el tercer trimestre, prácticamente sin variación con respecto al segundo trimestre, antes de aumentar y alcanzar el 3 % en octubre (véase cuadro 2). Las operaciones de titulización, que solo se habían incrementado ligeramente en el tercer trimestre, repuntaron con vigor en octubre, como consecuencia de los esfuerzos de algunas entidades de crédito por adquirir activos de garantía admitidos para poder participar en las operaciones de financiación del Eurosistema. A su vez, el ascenso observado en octubre en las tenencias de valores distintos de acciones del sector privado en manos de las entidades de crédito fue similar, en líneas generales, al volumen de préstamos titulizados en dicho mes.

Los préstamos concedidos por las IFM de la zona del euro al sector privado no financiero mostraron una atonía relativa en el tercer trimestre y en octubre, en gran parte como consecuencia del debilitamiento del entorno económico y del deterioro de las expectativas de las empresas. La tasa de crecimiento interanual continuó estando determinada por los préstamos a los hogares, que fueron los que más contribuyeron a la ralentización, debido a la relativa escasez de préstamos para adquisición de vivienda. Si se corrige el crecimiento de los préstamos de las IFM por el impacto de las ventas y titulizaciones, esta valoración apenas cambia, ya que las operaciones de titulización se mantuvieron contenidas en el caso de los préstamos a hogares, pese al ligero aumento del tercer trimestre. La tasa de crecimiento interanual de los préstamos a hogares (ajustados de ventas y titulizaciones) disminuyó hasta el 2,5 % en octubre (desde el 3 % de junio). Al mismo tiempo, la tasa de crecimiento interanual de los préstamos a las sociedades no financieras (ajustados de ventas y titulizaciones) se situó en el 2,3 % en octubre (sin variación con respecto a junio). En cambio, la tasa de crecimiento interanual de los préstamos concedidos a OIF se incrementó hasta el 4,5 % en septiembre, desde el 3,4 % de junio, antes de avanzar nuevamente con fuerza y colocarse en el 8,7 % en octubre. La evolución del tercer trimestre fue atribuible en su totalidad a las operaciones realizadas a través de entidades de contrapartida central, que también dominaron los préstamos a OIF en octubre, reflejando así las recientes tensiones en los mercados financieros.

El detalle de los préstamos a hogares en función de su finalidad indica que la desaceleración observada en el crédito total de las IFM a los hogares se debió, principalmente, a la evolución de los préstamos para adquisición de vivienda y, en menor medida, del crédito al consumo. La tasa de crecimiento interanual de los préstamos para adquisición de vivienda disminuyó hasta el 3,9 % en septiembre, en comparación con el 4,4 % de junio, antes de caer nuevamente y situarse en el 3 % en octubre. Al mismo tiempo, la tasa de crecimiento interanual del crédito al consumo permaneció en un terreno claramente negativo (-1,9 %) en el tercer trimestre y en octubre, casi sin variación con respecto a junio (para más detalles, véase la sección 2.7).

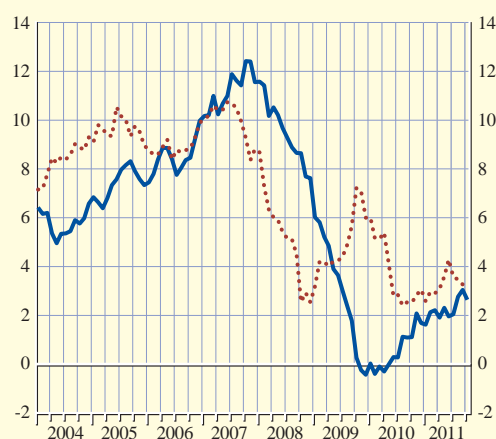
A pesar de la intensificación de las tensiones en los mercados financieros y de la mayor aprensión en relación con la financiación de las entidades de crédito en el tercer trimestre, el flujo trimestral de los préstamos a las sociedades no financieras se situó solo ligeramente por debajo del nivel observado en el trimestre anterior. En particular, el volumen de préstamos a las sociedades no financieras alcanzó su nivel más elevado en septiembre (es decir, tras las significativas tensiones en los mercados de agosto). Sin embargo, en algunos países la creciente importancia de los préstamos a corto plazo, combinada con determinada información sobre la utilización de líneas de crédito, podría apuntar a que las sociedades no financieras están disponiendo de sus líneas de crédito en previsión de futuras escaseces en la oferta de crédito. También es posible que se esté recurriendo a los préstamos a corto plazo para financiar el capital circulante ante la disminución de los flujos de caja. No obstante, en la mayoría de los países de la zona del euro, las entradas trimestrales más significativas se registraron en los préstamos a largo plazo a las sociedades no financieras en el tercer trimestre.

Con respecto a las demás contrapartidas de M3, la tasa de crecimiento interanual de los pasivos financieros a más largo plazo de las IFM (excluidos capital y reservas) disminuyó hasta el 3,3 % en octubre, frente al 3,6 % del tercer trimestre y el 3,4 % del segundo trimestre (véase gráfico 13). Las tasas de crecimiento interanual de los depósitos a más largo plazo que obran en poder del sector tenedor de dinero registraron considerables aumentos, siendo reflejo, en gran medida, de la intensa actividad de titulizaciones llevada a cabo en octubre. En cambio, los saldos vivos de valores distintos de acciones a largo plazo emitidos por las IFM (es decir, aquellos con un vencimiento inicial superior a dos años) se redujeron significativamente en octubre, y su tasa de crecimiento interanual descendió hasta el 2,5 %, frente al 4,6 % de finales del segundo trimestre.

**Gráfico 13 M3 y pasivos financieros a más largo plazo de las IFM**

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

- M3
- ..... Pasivos financieros a más largo plazo (excluidos capital y reservas)

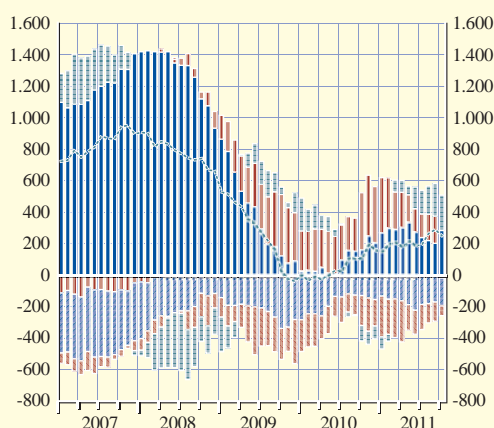


Fuente: BCE.

**Gráfico 14 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.

La posición acreedora neta frente al exterior de las IFM de la zona del euro (que refleja los flujos de capital del sector tenedor de dinero que se canalizan a través de estas instituciones, así como la transferencia de activos emitidos por el sector tenedor de dinero) desempeñó un papel fundamental como contrapartida tanto de las considerables entradas de fondos en M3 observadas en agosto y septiembre, como de las importantes salidas registradas en octubre. La evolución en agosto y septiembre, que fue atribuible en gran medida a la repatriación de fondos, se tradujo en un incremento adicional de las entradas interanuales registradas en la posición acreedora neta frente al exterior de las IFM (véase gráfico 14). No obstante, en octubre se observaron significativas salidas mensuales tanto de la posición acreedora neta frente al exterior de las IFM (por importe de 73 mm de euros), como de M3, lo que indica que los inversores institucionales de la zona del euro pueden haberse decantado por activos no ubicados en la zona. (Para un análisis más exhaustivo, véase el recuadro 3, titulado «Evolución reciente de la cuenta financiera de la balanza de pagos de la zona del euro».)

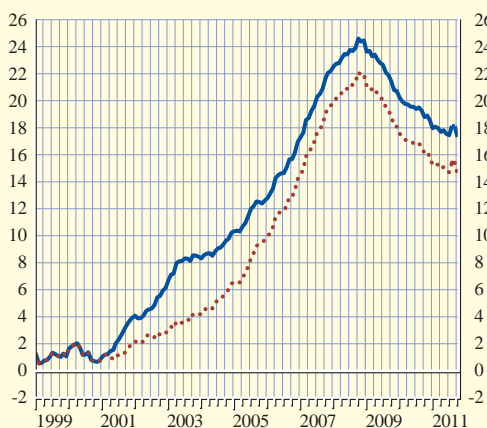
### VALORACIÓN GENERAL DE LA SITUACIÓN DE LIQUIDEZ MONETARIA EN LA ZONA DEL EURO

Los significativos flujos de entrada en M3 observados en el tercer trimestre de 2011 pusieron freno a la absorción de la liquidez monetaria que se había acumulado con anterioridad a la crisis financiera (véanse gráficos 15 y 16). El resultante aumento de las brechas monetarias detuvo la continua absorción del exceso de liquidez observada desde principios de 2009. Sin embargo, este incremento puede atribuirse a una perturbación en la demanda de dinero provocada por la incertidumbre en los mercados financieros y, por tanto, no debería tener un efecto directo en las perspectivas de estabilidad de precios a medio plazo.

**Gráfico 15 Estimaciones de la brecha monetaria nominal<sup>1)</sup>**

(en porcentaje del saldo de M3; datos ajustados de efectos estacionales y de calendario; diciembre 1998 = 0)

— Brecha monetaria nominal basada en M3 oficial  
 ..... Brecha monetaria nominal basada en M3 corregido por el impacto estimado de los desplazamientos de cartera<sup>2)</sup>



Fuente: BCE.

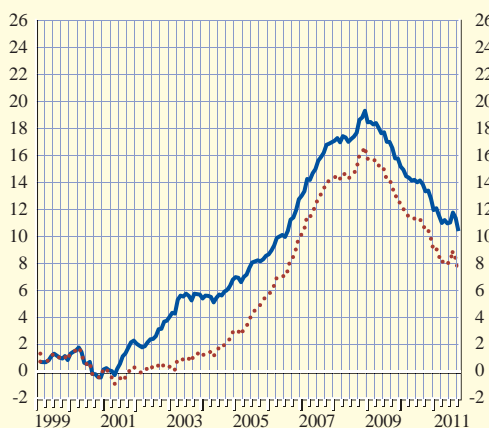
1) La brecha monetaria nominal se define como la diferencia existente entre el nivel efectivo de M3 y el nivel de M3 que correspondería a un crecimiento constante de este agregado monetario igual a su valor de referencia (4,5%), tomando diciembre de 1998 como período base.

2) Las estimaciones de la magnitud de los desplazamientos de cartera hacia M3 se obtienen utilizando el enfoque general que se analiza en la sección 4 del artículo titulado «Análisis monetario en tiempo real», *Boletín Mensual*, BCE, octubre de 2004.

**Gráfico 16 Estimaciones de la brecha monetaria real<sup>1)</sup>**

(en porcentaje del saldo de M3 real; datos ajustados de efectos estacionales y de calendario; diciembre 1998 = 0)

— Brecha monetaria real basada en M3 oficial  
 ..... Brecha monetaria real basada en M3 corregido por el impacto estimado de los desplazamientos de cartera<sup>2)</sup>



Fuente: BCE.

1) La brecha monetaria real se define como la diferencia existente entre el nivel efectivo de M3, deflactado por el IAPC, y el nivel de M3, en términos reales, que habría resultado de un crecimiento nominal constante de este agregado monetario igual al valor de referencia (4,5%), y de una tasa de inflación, medida por el IAPC, compatible con la definición de estabilidad de precios del BCE, tomando diciembre de 1998 como período base.

2) Las estimaciones de la magnitud de los desplazamientos de cartera hacia M3 se obtienen utilizando el enfoque general que se analiza en la sección 4 del artículo titulado «Análisis monetario en tiempo real», *Boletín Mensual*, BCE, octubre de 2004.

Además, posteriormente quedó revertido por las salidas registradas en M3 en octubre. Con carácter más general, conviene recordar que este tipo de medida de la liquidez debe interpretarse con cautela, ya que se basa en una evaluación de los saldos monetarios de equilibrio, que entraña una incertidumbre considerable.

En general, el fortalecimiento de la expansión monetaria observado en el tercer trimestre de 2011, que siguió siendo apreciable en la tasa de crecimiento interanual de octubre, obedeció a las perturbaciones en la demanda de dinero relacionadas con la incertidumbre. Además, la tasa de crecimiento interanual de los préstamos de las IFM al sector privado no financiero se estabilizó. En conjunto, esta evolución indica que la tasa subyacente de expansión monetaria se mantuvo en niveles moderados. Al mismo tiempo, la incertidumbre sobre las perspectivas de los flujos de intermediación se ha intensificado en un contexto en el que las entidades de crédito se enfrentan a un aumento de las presiones sobre la financiación y el capital. Dado que los efectos en la oferta de crédito se manifiestan con retardo, será necesario vigilar atentamente la evolución del crédito.



## Recuadro 3

**EVOLUCIÓN RECIENTE DE LA CUENTA FINANCIERA DE LA BALANZA DE PAGOS DE LA ZONA DEL EURO**

A continuación, se analiza la evolución reciente de la cuenta financiera de la balanza de pagos de la zona del euro. Las entradas netas contabilizadas en esta cuenta aumentaron en el período de 12 meses transcurrido hasta septiembre y estuvieron determinadas, principalmente, por las mayores entradas registradas en el agregado de inversiones directas y de cartera en cifras netas, que se incrementaron considerablemente hasta alcanzar un máximo histórico de 369,4 mm de euros en los doce meses transcurridos hasta septiembre, desde los 30,6 mm de euros registrados en el año anterior, y solo se compensaron, en parte, con un aumento de las salidas netas de otras inversiones (véanse cuadro y gráfico). Sin embargo, en el tercer trimestre de 2011, la reintensificación de las tensiones en los mercados financieros parece haber modificado el patrón de los flujos de inversión. Se produjo una significativa reducción en el tamaño de los flujos de capital netos y, cabe destacar, especialmente, que tanto los inversores de la zona del euro como los inversores extranjeros redujeron su exposición financiera transfronteriza.

Las mayores entradas observadas en el agregado de inversiones directas y de cartera netas durante el período de doce meses transcurrido hasta septiembre tuvieron su origen, principalmente, en un aumento de las entradas netas de inversiones de cartera, pero también en una reducción de las salidas de inversión exterior directa. El aumento de las entradas netas de inversiones de cartera afectó, fundamentalmente, a los valores de renta fija y reflejó las sustanciales compras, por parte de inversores extranjeros, de valores de la zona del euro emitidos por el sector de IFM y por los sectores distintos de IFM en el primer semestre de 2011, así como la moderación de la inversión de la zona del euro en valores extranjeros. Concretamente, la demanda exterior de valores distintos de acciones más líquidos y de elevada calidad, emitidos por los sectores distintos de IFM de los países del núcleo de la zona del euro fue especialmente sólida en el segundo trimestre de 2011, probablemente como consecuencia de los desplazamientos hacia activos más seguros en el contexto de la revisión a la baja de las expectativas de crecimiento de las principales economías desarrolladas. Además, estas entradas de inversiones de cartera en el sector distinto de IFM de la zona del euro han contribuido positivamente a la liquidez disponible en la zona y se reflejan, en parte, en la evolución del agregado monetario amplio M3. De hecho, como puede observarse en la presentación monetaria de la balanza de pagos, estas transacciones en las que participa el sector tenedor de dinero son un reflejo del gradual incremento observado en la posición acreedora neta frente al exterior de las IFM desde comienzos de 2011<sup>1</sup>.

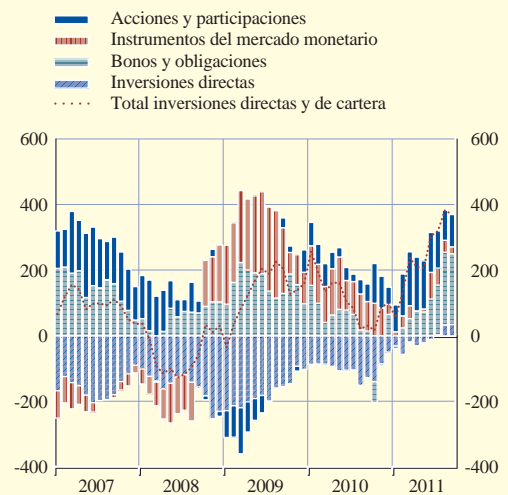
Sin embargo, más recientemente, se han producido cambios significativos en el patrón de los flujos de inversión de cartera. Concretamente, en el tercer trimestre de 2011, las entradas netas de valores distintos de acciones se redujeron considerablemente, al tiempo que se produjo un cambio de signo, de salidas netas a entradas netas, en los valores de renta variable. Esta evolución enmascara un proceso de liquidación, en virtud del cual, los inversores de la zona del euro repatriaron fondos invertidos previamente en valores extranjeros, y los inversores no residentes desinvertieron en valores de la zona del euro. Mientras que en la zona del euro, tanto el sector de IFM como el sector distinto de IFM

1 En la medida en que se liquidan a través de entidades de crédito residentes, las transacciones realizadas por el sector tenedor de dinero afectan a los activos y a los pasivos exteriores del sector bancario, que es una de las contrapartidas de M3. El sector tenedor de dinero comprende los hogares, las sociedades no financieras, los intermediarios financieros no monetarios y las Administraciones Públicas, excluida la Administración Central. Para más información sobre la presentación monetaria de la balanza de pagos, véase L.B. Duc, F. Mayerlen y P. Sola. «The monetary presentation of the euro area balance of payments», *Occasional Paper Series*, n.º 96, BCE, 2008. Véase también el artículo titulado «La dimensión externa del análisis monetario», *Boletín Mensual*, BCE, agosto 2008.

liquidaron valores extranjeros, la desinversión por parte de los inversores extranjeros se centró, principalmente, en valores emitidos por el sector distinto de IFM de la zona del euro, concretamente por las Administraciones Públicas. En cambio, la demanda, por parte de no residentes, de valores de la zona del euro emitidos por el sector privado distinto de IFM siguió siendo sólida, como se refleja en los activos exteriores netos de las IFM en el tercer trimestre de 2011. Esta evolución debe considerarse en el contexto de la reintensificación de las tensiones en los mercados financieros, así como de la volatilidad y del descenso de las cotizaciones bursátiles a escala mundial. La mayor inquietud respecto a la crisis de la deuda soberana y la incertidumbre respecto a las perspectivas de la economía mundial afectaron al clima de los mercados y alteraron el comportamiento de los inversores. Un mayor grado de aversión al riesgo, sumado a un visible incremento del sesgo nacional por parte de los inversores, parece haber provocado esa búsqueda de activos más seguros.

## Principales partidas de la cuenta financiera

(mm de euros; flujos netos acumulados de doce meses; datos mensuales)



Fuente: BCE.

Por lo que respecta al sector de IFM, las entradas de valores distintos de acciones de la zona del euro emitidos por las IFM se moderaron en el tercer trimestre de 2011, tanto en el caso de los bonos y obligaciones, como en el de los instrumentos del mercado monetario. Esta moderación fue particularmente

## Cuenta financiera de la balanza de pagos de la zona del euro

(mm de euros; datos sin desestacionalizar)

			Cifras acumuladas de tres meses				Cifras acumuladas de doce meses	
	2011 Ago	2011 Sep	2010 Dic	Mar	2011 Jun	Sep	2010 Sep	2011 Sep
<b>Cuenta financiera <sup>1)</sup></b>	6,8	2,8	9,5	15,7	20,6	12,2	20,0	58,0
Total inversiones directas y de cartera netas	31,7	13,5	99,0	118,7	127,1	24,7	30,6	369,4
Inversiones directas netas	-0,3	-7,2	79,5	-9,9	-28,5	-6,8	-127,3	34,3
Inversiones de cartera netas	31,9	20,7	19,5	128,5	155,6	31,5	157,9	335,1
Acciones y participaciones	19,1	5,8	6,7	89,2	-29,3	31,8	54,0	98,4
Valores distintos de acciones	12,8	14,9	12,8	39,3	184,9	-0,3	103,9	236,7
Bonos y obligaciones	19,2	17,9	42,1	16,8	145,4	11,2	13,6	215,5
Instrumentos del mercado monetario	-6,4	-3,0	-29,3	22,5	39,5	-11,5	90,2	21,2
Otras inversiones netas	-27,4	-14,1	-96,8	-89,1	-114,3	-13,0	-9,1	-313,3
<b>De la cual: sector tenedor de dinero <sup>2)</sup></b>								
Inversiones directas netas	0,8	-8,0	83,5	-5,3	-22,3	-8,7	-114,7	47,1
Inversiones de cartera netas	-22,8	22,4	-103,1	61,5	79,4	-18,7	-13,3	19,0
Acciones y participaciones	-10,6	2,9	17,0	82,3	-20,9	16,3	69,8	94,8
Valores distintos de acciones	-12,2	19,5	-120,1	-20,8	100,2	-35,0	-83,2	-75,8
Otras inversiones netas	16,8	-0,5	-36,4	31,1	-37,8	35,4	30,8	-7,7

Fuente: BCE.

Nota: Pueden producirse discrepancias, debido al redondeo.

1) Las cifras corresponden a saldos (flujos netos). Un signo positivo (negativo) indica una entrada (salida) neta.

2) Administraciones Públicas y otros sectores de la balanza de pagos.

acusada en lo que respecta a los instrumentos del mercado monetario, lo que indica una corrección de los patrones de inversión seguidos anteriormente por los inversores extranjeros en el mercado monetario. Al mismo tiempo, la liquidación en curso de valores distintos de acciones extranjeras por parte de las IFM de la zona del euro, que es coherente con la reestructuración de los balances, se ha intensificado. Las IFM de la zona del euro también podrían haber acelerado la liquidación de los valores extranjeros a fin de movilizar recursos, habida cuenta de la reducción de las entradas como consecuencia de la contención mostrada por los inversores extranjeros.

## 2.2 INVERSIÓN FINANCIERA DE LOS SECTORES NO FINANCIEROS E INVERSORES INSTITUCIONALES

La tasa de crecimiento interanual de la inversión financiera de los sectores no financieros se mantuvo prácticamente sin variación en el segundo trimestre de 2011, pese al incremento de la tasa de crecimiento interanual de la inversión en instrumentos de las IFM. La tasa de crecimiento interanual de la inversión financiera de las empresas de seguros y los fondos de pensiones volvió a disminuir, reflejando los reducidos niveles de inversión de los hogares en reservas técnicas de seguro. La intensificación de las tensiones en los mercados financieros en el tercer trimestre de 2011 generó un volumen significativo de reembolsos netos en los principales tipos de fondos de inversión.

### SECTORES NO FINANCIEROS

En el segundo trimestre de 2011 (el más reciente para el que se dispone de datos), la tasa de crecimiento interanual de la inversión financiera total de los sectores no financieros se mantuvo casi sin variación en el 3,3%, estabilizándose así en un nivel relativamente bajo en términos históricos (véase cuadro 3). Si no fuera por el efecto de las transferencias de activos de las IFM a estructuras de «bancos

Cuadro 3 Inversión financiera de los sectores no financieros de la zona del euro

	Saldo vivo, en porcentaje de los activos financieros <sup>1)</sup>	Tasas de crecimiento interanual									
		2009	2009	2009	2009	2010	2010	2010	2010	2011	2011
		I	II	III	IV	I	II	III	IV	I	II
<b>Inversión financiera</b>	<b>100</b>	<b>3,7</b>	<b>3,7</b>	<b>3,5</b>	<b>2,6</b>	<b>2,6</b>	<b>2,6</b>	<b>2,7</b>	<b>3,4</b>	<b>3,2</b>	<b>3,3</b>
Efectivo y depósitos	24	7,5	6,9	6,0	3,3	1,9	1,5	2,2	3,0	3,4	3,7
Valores distintos de acciones, excluidos derivados financieros	6	3,6	1,2	0,0	-2,5	-2,6	-2,6	-2,9	4,8	7,6	8,6
<i>De los cuales:</i> A corto plazo	0	-11,7	-22,3	-32,4	-35,7	-26,9	-22,3	-8,2	-5,8	3,6	2,8
<i>De los cuales:</i> A largo plazo	5	5,9	4,8	5,0	2,6	0,5	-0,3	-2,4	5,7	8,0	9,1
Acciones y otras participaciones, excluidas participaciones en fondos de inversión	30	4,4	4,6	4,3	2,9	2,6	2,2	2,2	2,3	1,9	2,1
<i>De las cuales:</i> Acciones cotizadas	6	5,3	5,1	5,0	4,6	4,9	3,6	2,5	3,3	1,3	1,4
<i>De las cuales:</i> Acciones no cotizadas y otras participaciones	23	4,2	4,5	4,1	2,5	2,1	1,9	2,1	2,1	2,0	2,3
Participaciones en fondos de inversión	5	-5,4	-3,5	-2,6	0,3	0,2	-1,7	-0,3	-0,1	-1,6	-0,3
Reservas técnicas de seguro	15	2,7	3,1	3,5	4,4	5,0	4,8	4,6	4,3	3,6	3,4
Otros <sup>2)</sup>	21	1,6	1,8	2,0	2,3	3,8	5,2	4,9	5,3	4,6	3,8
<b>M3<sup>3)</sup></b>		<b>5,2</b>	<b>3,6</b>	<b>1,8</b>	<b>-0,4</b>	<b>-0,1</b>	<b>0,3</b>	<b>1,1</b>	<b>1,7</b>	<b>2,2</b>	<b>2,0</b>

Fuente: BCE.

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

2) Otros activos financieros comprende préstamos y otras cuentas pendientes de cobro, que a su vez incluye el crédito comercial concedido por las sociedades no financieras.

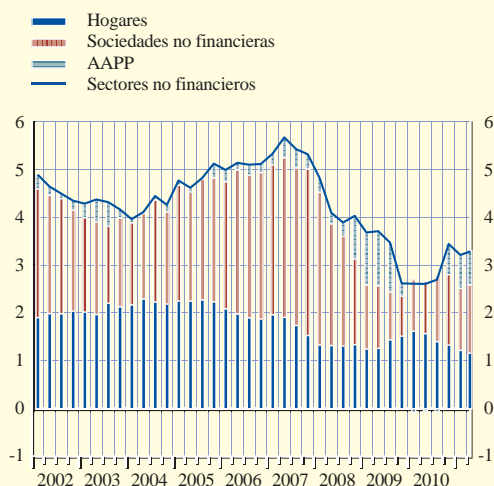
3) A fin de trimestre. El agregado monetario M3 incluye los instrumentos monetarios mantenidos por entidades de la zona del euro que no son IFM (es decir, los sectores no financieros y los intermediarios financieros no monetarios) en IFM de la zona del euro y Administración Central.

malos» clasificados dentro del sector de Administraciones Públicas, la tasa de crecimiento interanual de la inversión financiera de los sectores no financieros seguiría estando muy próxima a los niveles mínimos registrados entre finales de 2009 y principios de 2010. La moderada evolución observada en el segundo trimestre de 2011 enmascara aumentos de las tasas de crecimiento interanual de la mayoría de los instrumentos, que se vieron contrarrestados en gran medida por descensos de las tasas de crecimiento interanual de la inversión en reservas técnicas de seguro y en otros activos (principalmente préstamos y otras cuentas pendientes de cobro). La tasa de crecimiento interanual de la inversión en instrumentos emitidos por las IFM fue superior a la de la inversión en otros instrumentos por primera vez desde mediados de 2009, lo que apunta a determinados ajustes de cartera en favor de los pasivos bancarios. La información disponible procedente de las estadísticas de los balances de las IFM sugiere que esta tendencia se reforzó en el tercer trimestre, respaldada por los elevados niveles de incertidumbre en los mercados financieros.

Por sectores, la tasa de crecimiento interanual de la inversión financiera total de los sectores no financieros permaneció prácticamente sin variación en el segundo trimestre, como consecuencia de una mayor contribución de las sociedades no financieras, que se vio contrarrestada por una inversión financiera algo más débil por parte de los hogares (véase gráfico 17). La acumulación más lenta de activos financieros por parte de los hogares debe considerarse en el contexto de una reducida ratio de ahorro y de un estancamiento del crecimiento de la renta nominal disponible, que tuvo su reflejo en la reducción de las participaciones en fondos de inversión y de la inversión en reservas técnicas de seguro. El repunte de la tasa de crecimiento de la inversión financiera por parte de las sociedades no financieras en el segundo trimestre apunta a una reanudación de la recuperación paulatina observada desde principios de 2010, que se había interrumpido en el primer trimestre de 2011. El mayor ritmo de acumulación de activos financieros por parte de las sociedades no financieras en el segundo trimestre se debió, principalmente, a las adquisiciones de acciones y otras participaciones. Aunque algunas fueron adquisiciones de acciones cotizadas y no cotizadas, reflejando así la acumulación de beneficios no distribuidos y, posiblemente, las fusiones y adquisiciones, las participaciones en fondos de inversión también contribuyeron a esta evolución. Por último, la tasa de crecimiento interanual de la inversión financiera de las Administraciones Públicas se mantuvo sin cambios, en un nivel elevado, en el segundo trimestre, como consecuencia, según se ha indicado anteriormente, de la permanencia del impacto de las transferencias de activos de las IFM a estructuras de «bancos malos». El segundo trimestre fue testigo de un incremento de la tasa de crecimiento interanual de las tenencias de efectivo y depósitos y de otras cuentas pendientes de cobro por parte del sector de Administraciones Públicas, que compensó los descensos en las adquisiciones de valores distintos de acciones y en la concesión de préstamos, así como la reducción de las acciones y otras participaciones. Para obtener información más detallada sobre la evolución de los flujos de financiación y de los balances de los sectores privados no financieros, véanse las secciones 2.6 y 2.7.

**Gráfico 17 Inversión financiera de los sectores no financieros**

(tasas de variación interanual; contribución en puntos porcentuales)



Fuente: BCE.

## INVERSORES INSTITUCIONALES

El lento ritmo de inversión en reservas técnicas de seguro por parte de los hogares, que es el principal factor determinante de los fondos que pueden invertir las empresas de seguros y los fondos de pensiones, hizo que la tasa de crecimiento interanual de la inversión financiera de las empresas de seguros y fondos de pensiones volviera a descender en el segundo trimestre de 2011, situándose en el 2,5% (véase gráfico 18), el nivel más bajo desde 1999.

Por instrumentos, los valores distintos de acciones siguieron siendo el principal vehículo de inversión financiera de las empresas de seguros y los fondos de pensiones. La inversión en participaciones en fondos de inversión, que en el pasado representaba una parte considerable de la inversión financiera de este sector, ha sido insignificante en los últimos trimestres, lo que apunta a una preferencia por la inversión directa en valores. En el segundo trimestre también se observaron descensos en las tasas de crecimiento interanual de la participación neta de los hogares en las reservas de seguro de vida y en las reservas de los fondos de pensiones.

La intensificación de la incertidumbre en los mercados financieros en el tercer trimestre de 2011, que se vio reflejada en las acusadas caídas de los precios de los activos financieros y en los significativos ajustes de cartera, tuvo un impacto notable en los flujos de entrada en fondos de inversión. Las entradas interanuales en participaciones en fondos de inversión (excluidos los fondos del mercado monetario) disminuyeron hasta situarse en 174 mm de euros en el tercer trimestre, frente a los 297 mm de euros del trimestre anterior, por lo que la tasa de crecimiento interanual se redujo hasta el 3,1%, frente al 5,4% del segundo trimestre. Los flujos de entrada interanuales experimentaron un retroceso en el caso de los tres tipos de fondos de inversión principales (es decir, renta variable, renta fija y mixtos), como consecuencia del rechazo general de los activos de mayor riesgo y de la preferencia por activos que ofrecen una garantía sobre el principal invertido, como los instrumentos monetarios (véase gráfico 19). Al mismo tiempo, los fondos que se considera que ofrecen unos niveles de seguridad del capital más elevados (como los fondos inmobiliarios) o que pueden dar rentabilidad en condiciones de mercado adversas (como los fondos de inversión libre o *hedge funds*) consiguieron atraer inversores y aumentar sus flujos de entrada interanuales en el tercer trimestre. Los fondos del mercado monetario también se beneficiaron de este clima en los mercados financieros y registraron entradas en el tercer trimestre, ya que estos instrumentos suelen utilizarse para albergar temporalmente los fondos retirados de otros tipos de fondos. Sin embargo, estas entradas no pudieron compensar las salidas observadas en trimestres anteriores (que se debieron, probablemente, a la remuneración relativamente escasa que ofrecían estos fondos), por lo que en términos interanuales continuaron registrándose salidas de participaciones en fondos del mercado monetario en el tercer trimestre.

Si se analiza específicamente la evolución durante el tercer trimestre de 2011, cuando se agudizaron las tensiones en los mercados financieros, las participaciones en fondos de inversión (excluidos los fondos del mercado monetario) registraron salidas por valor de 42 mm de euros, sobre la base de datos sin

Gráfico 18 Inversión financiera de las empresas de seguros y los fondos de pensiones

(tasas de variación interanual; contribución en puntos porcentuales)



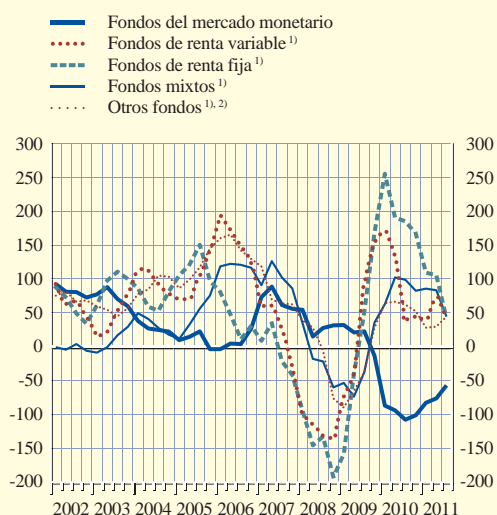
Fuente: BCE.

1) Incluye préstamos, depósitos, reservas técnicas de seguro y otras cuentas pendientes de cobro.

desestacionalizar. Estos fueron los primeros flujos trimestrales de salida desde el primer trimestre de 2009, pero su volumen fue considerablemente inferior a los registrados tras la quiebra de Lehman Brothers. En los tres tipos principales de fondos de inversión se observaron reembolsos netos, pero estos se concentraron sobre todo en los fondos de renta variable, que representaron tres cuartas partes de las salidas totales del trimestre. Los fondos de renta variable también experimentaron las reducciones de valor más significativas, habiendo disminuido los saldos vivos un 15 %, aproximadamente, en el tercer trimestre, como consecuencia de las variaciones en los precios de los activos. Los reembolsos netos registrados por los fondos de inversión tuvieron su reflejo en el activo del balance, al producirse una venta generalizada de acciones y otras participaciones, de valores distintos de acciones y de participaciones en fondos de inversión. Asimismo, los fondos de inversión (distintos de los fondos del mercado monetario) aumentaron sus tenencias de depósitos, en parte como inversión para preservar el capital en un contexto de volatilidad en los mercados financieros, pero también para poder hacer frente a los considerables reembolsos de participaciones.

**Gráfico 19 Flujos de entrada netos anuales en fondos del mercado monetario y en fondos de inversión**

(mm de euros)



Fuentes: BCE y EFAMA.

1) Con anterioridad al primer trimestre de 2009, las estimaciones de flujos trimestrales se obtuvieron de las estadísticas de fondos de inversión no armonizadas del BCE, de cálculos del BCE basados en datos nacionales proporcionados por EFAMA y de cálculos del BCE.

2) Incluye los fondos inmobiliarios, los fondos de inversión libre y los fondos no clasificados en otros fondos.

### 2.3 TIPOS DE INTERÉS DEL MERCADO MONETARIO

*Los tipos de interés del mercado monetario descendieron con carácter general en el período comprendido entre el 7 de septiembre y el 7 de diciembre de 2011, debido a la revisión a la baja de las expectativas de tipos de interés a corto plazo tanto a finales de octubre como en noviembre. Además, el 3 de noviembre de 2011, el Consejo de Gobierno decidió reducir los tipos de interés oficiales del BCE en 25 puntos básicos, decisión que se hizo efectiva en la operación principal de financiación liquidada el 9 de noviembre de 2011. Al mismo tiempo, la volatilidad de los tipos de interés del mercado monetario se intensificó.*

Los tipos de interés del mercado monetario sin garantías se redujeron solo de forma ligera en el período comprendido entre el 7 de septiembre y el 7 de diciembre de 2011. En esta última fecha, los tipos euríbor a un mes, a tres meses, a seis meses y a doce meses se situaron en el 1,21 %, el 1,47 %, el 1,70 % y el 2,04 %, respectivamente, esto es, 14, 6, 3 y 3 puntos básicos por debajo, respectivamente, de los niveles observados el 7 de septiembre de 2011. El diferencial entre el euríbor a doce meses y a un mes, un indicador de la pendiente de la curva de rendimientos del mercado monetario, aumentó 11 puntos básicos en dicho período y se situó en 83 puntos básicos el 7 de diciembre (véase gráfico 20).

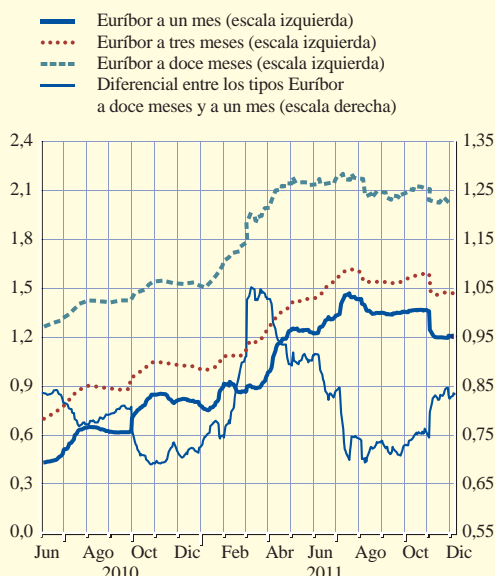
Los tipos de interés del mercado monetario con garantías se redujeron en conjunto durante el período analizado, invirtiendo así, en parte, la tendencia general al alza observada desde enero de 2011 (véase gráfico 21).

El tipo *swap* del EONIA a tres meses se situó en el 0,47% el 7 de diciembre, alrededor de 24 puntos básicos por debajo del nivel registrado el 7 de septiembre. El correspondiente euríbor sin garantías disminuyó solo de forma ligera, de modo que el diferencial entre los dos tipos se incrementó desde los 77 puntos básicos el 7 de septiembre hasta los 101 puntos básicos el 7 de diciembre. Esta evolución puede explicarse por el recrudescimiento de las tensiones en los mercados financieros de la zona del euro.

El 7 de diciembre, los tipos de interés implícitos en los precios de los futuros del euríbor a tres meses con vencimiento en diciembre de 2011 y en marzo y junio de 2012 se situaron en el 1,28 %, el 1,04 % y el 0,97 %, respectivamente, lo que representa aumentos de 6 y 2 puntos básicos y un descenso de 2 puntos básicos, respectivamente, en comparación con los niveles observados el 7 de septiembre, que obedecieron, en parte, a la revisión a la baja de las expectativas de tipos de interés oficiales (véase gráfico 22). Las volatilidades implícitas obtenidas de las opciones sobre futuros

Gráfico 20 Tipos de interés del mercado monetario

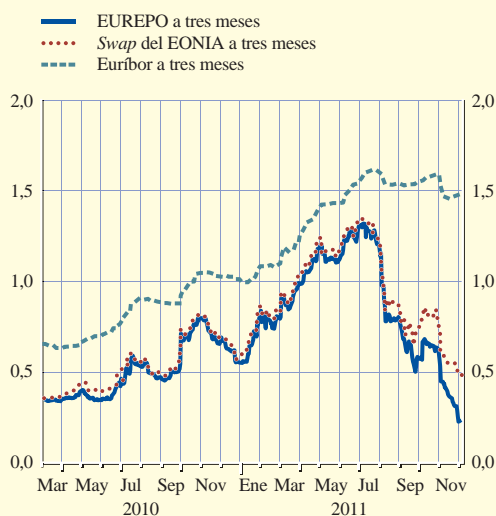
(porcentajes; diferencial en puntos porcentuales; datos diarios)



Fuentes: BCE y Thomson Reuters.

Gráfico 21 EUREPO, Euríbor y *swap* del EONIA a tres meses

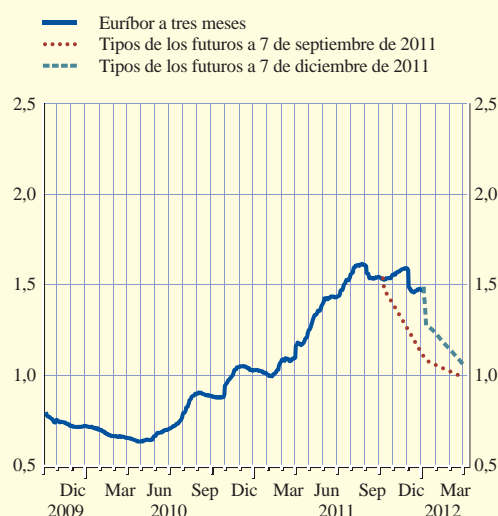
(porcentajes; datos diarios)



Fuentes: BCE, Bloomberg y Thomson Reuters.

Gráfico 22 Tipos de interés a tres meses y tipos de interés de los futuros en la zona del euro

(porcentajes; datos diarios)



Fuente: Thomson Reuters.

Nota: Futuros a tres meses para entrega al final del trimestre en curso y de los tres siguientes, según cotizaciones de Liffe.

del euríbor a tres meses con plazo de vencimiento constante de tres, seis, nueve y doce meses se mantuvieron en niveles históricamente elevados en los tres últimos meses, especialmente en los plazos más cortos (véase gráfico 23).

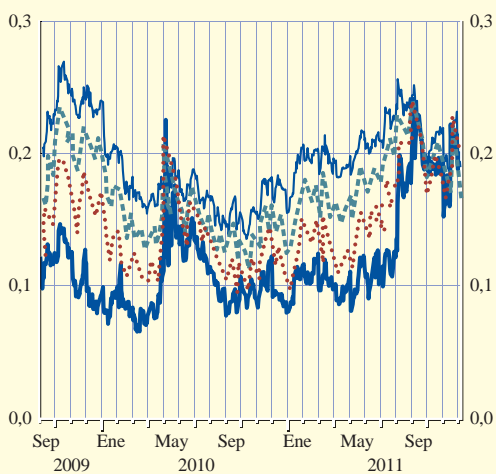
Si se considera el vencimiento a un día, el EONIA siguió caracterizándose por una volatilidad relativa durante el período analizado. Como consecuencia del recrudecimiento de las tensiones en los mercados financieros, las entidades de crédito aumentaron notablemente su recurso a las operaciones de liquidez del Eurosistema y, por tanto, se incrementó el exceso de liquidez del sistema, como indicó el recurso a la facilidad de depósito. Así pues, el diferencial entre el EONIA y el tipo de interés de las operaciones principales de financiación se mantuvo en niveles negativos durante el período de referencia. El 3 de noviembre, el Consejo de Gobierno recortó los tipos de interés oficiales del BCE en 25 puntos básicos, reduciendo el tipo de la facilidad de depósito al 0,50% y los tipos de las operaciones principales de financiación y de la facilidad marginal de crédito, al 1,25% y al 2%, respectivamente. El EONIA reflejó esta variación y se situó en el 0,747% el 7 de diciembre (véase gráfico 24).

En el período de referencia, el BCE siguió prestando apoyo a los mercados monetarios realizando algunas operaciones para inyectar liquidez con vencimiento a una semana, un período de mantenimiento y tres meses. Todas las operaciones de provisión de liquidez del Eurosistema se llevaron a cabo mediante el procedimiento de subasta a tipo de interés fijo con adjudicación plena. Ante las tensiones de

**Gráfico 23 Volatilidad implícita de las opciones sobre futuros del euríbor a tres meses con plazo de vencimiento constante**

(porcentajes; datos diarios)

- Plazo de vencimiento constante de tres meses
- ..... Plazo de vencimiento constante de seis meses
- - - Plazo de vencimiento constante de nueve meses
- Plazo de vencimiento constante de doce meses

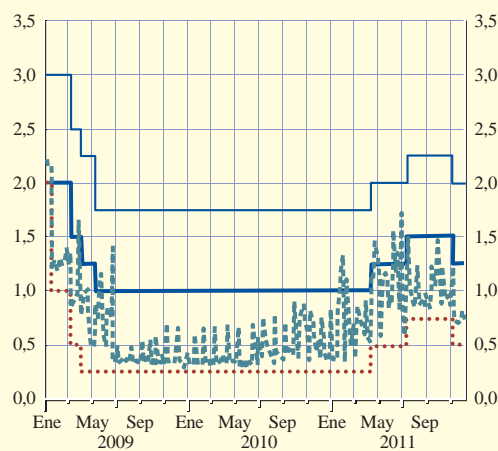


Fuentes: Thomson Reuters y cálculos del BCE.  
 Nota: La medida se obtiene en dos etapas. En primer lugar, las volatilidades implícitas de las opciones sobre futuros del euríbor a tres meses se transforman expresándolas en términos de precios logarítmicos, en lugar de rentabilidades logarítmicas. En segundo lugar, las volatilidades implícitas resultantes, que tienen una fecha de vencimiento constante, se transforman expresándolas en términos de plazos de vencimiento constantes.

**Gráfico 24 Tipos de interés del BCE y tipo de interés a un día**

(porcentajes; 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.



los mercados financieros de la zona del euro, el BCE decidió, asimismo, inyectar liquidez mediante dos operaciones de financiación a plazo más largo complementarias, con vencimientos aproximados a doce y trece meses, también llevadas a cabo mediante el procedimiento de subasta a tipo de interés fijo con adjudicación plena. La primera de estas dos operaciones se realizó el 26 de octubre. El BCE también ejecutó operaciones semanales de absorción de liquidez a una semana aplicando un procedimiento de subasta a tipo de interés variable y tipos máximos de puja del 1,5% en el noveno y décimo período de mantenimiento del año y del 1,25% en el undécimo período de mantenimiento. Con estas operaciones de drenaje, el BCE ofreció absorber un importe máximo equivalente al valor de las adquisiciones realizadas en el marco del Programa para los Mercados de Valores, que ascendieron a un total de 207,6 mm de euros el 7 de diciembre. Para ampliar la información relativa a la situación de liquidez y las operaciones de política monetaria, véase el recuadro 4.

**Recuadro 4**

**SITUACIÓN DE LIQUIDEZ Y OPERACIONES DE POLÍTICA MONETARIA EN EL PERÍODO COMPRENDIDO ENTRE EL 10 DE AGOSTO Y EL 8 DE NOVIEMBRE DE 2011**

En este recuadro se describen las operaciones de mercado abierto realizadas por el BCE durante los períodos de mantenimiento de reservas que finalizaron el 13 de septiembre, el 11 de octubre y el 8 de noviembre de 2011. Durante ese período, todas las operaciones de financiación en euros siguieron llevándose a cabo mediante procedimientos de subasta a tipo de interés fijo con adjudicación plena.

El 4 de agosto de 2011, el Consejo de Gobierno decidió llevar a cabo una operación de financiación a plazo más largo complementaria con vencimiento aproximado de seis meses, que se ejecutaría el 10 de agosto de 2011. La operación se realizó mediante un procedimiento de subasta a tipo de interés fijo con adjudicación plena

Posteriormente, el 6 de octubre de 2011, el Consejo de Gobierno decidió llevar a cabo otras dos operaciones de financiación a plazo más largo complementarias, una con vencimiento aproximado a 12 meses, que se realizaría en octubre de 2011, y otra con vencimiento aproximado a 13 meses, que se ejecutaría en diciembre de 2011, ambas mediante el procedimiento de subasta a tipo de interés fijo con adjudicación plena.

El mismo día, el Consejo de Gobierno anunció la puesta en marcha de un segundo programa de adquisiciones de bonos garantizados (CBPP2, en sus siglas en inglés) en noviembre de 2011, con el objetivo de relajar las condiciones de financiación para las entidades de crédito y las empresas, y de animar a las entidades de crédito a mantener e incrementar sus préstamos a clientes. Este programa establece

**Gráfico A Saldos en cuentas corrientes de las entidades de crédito por encima de las exigencias de reservas**

(mm de euros; nivel medio en cada período de mantenimiento)



Fuente: BCE.

la adquisición de bonos garantizados admitidos, con un valor nominal total de 40 mm de euros, estando previsto que las adquisiciones se hayan completado, a más tardar, a finales de octubre de 2012<sup>1</sup>.

### Necesidades de liquidez del sistema bancario

En el período considerado, las necesidades diarias agregadas de liquidez del sistema bancario —definidas como la suma de los factores autónomos, las exigencias de reservas y el exceso de reservas (es decir, los saldos en cuenta corriente por encima de las exigencias de reservas)— ascendieron, en promedio, a 452,4 mm de euros, lo que representa un descenso de 30 mm de euros con respecto a la media diaria de los tres períodos de mantenimiento anteriores (esto es, el período comprendido entre el 11 de mayo y el 9 de agosto de 2011).

Esta evolución se debió principalmente a una nueva disminución del valor medio de los factores autónomos, que se redujo 26,4 mm de euros, hasta situarse en 245,9 mm de euros. El valor medio de las exigencias de reservas fue de 206,4 mm de euros, lo que representa un descenso de 1,1 mm de euros con respecto a los tres períodos de mantenimiento anteriores.

### Oferta de liquidez

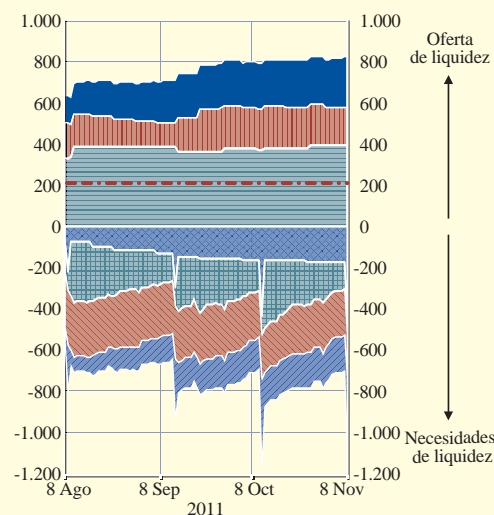
En el período considerado, la liquidez total proporcionada a través de operaciones de mercado abierto ascendió, en promedio, a 615,3 mm de euros, lo que supone un incremento de 99,1 mm de euros con respecto a los tres períodos de mantenimiento anteriores, y las operaciones de subasta<sup>2</sup> aportaron un promedio de 408,5 mm de euros (26,9 mm de euros más que en el período de referencia anterior, principalmente como consecuencia del aumento de las operaciones de financiación a plazo más largo).

En comparación con los tres períodos de mantenimiento anteriores, la liquidez proporcionada, en promedio, en las operaciones principales de financiación a una semana aumentó 29,7 mm de euros, hasta alcanzar la cifra de 171,6 mm de euros, mientras que la aportada, en promedio, en las operaciones de financiación a plazo especial con vencimiento de un período de mantenimiento se redujo en 8,5 mm de euros y se situó en 64 mm de euros. Paralelamente, la liquidez media proporcionada en

**Gráfico B Necesidades de liquidez del sistema bancario y oferta de liquidez**

(mm de euros; al lado de cada rúbrica se muestran las medias diarias para todo el período)

- Cartera de CBPP y Programa para los Mercados de Valores: 206,7 mm de euros
- Operaciones principales de financiación: 171,6 mm de euros
- Operaciones de financiación a plazo más largo: 384 mm de euros
- Operaciones de ajuste netas para absorber liquidez: 147,1 mm de euros
- Factores autónomos: 245,9 mm de euros
- Saldos en cuenta corriente: 209 mm de euros
- Recurso neto a la facilidad de depósito: 160,2 mm de euros
- Exigencias de reservas: 206,4 mm de euros



Fuente: BCE.

1 Para más información, véase la nota de prensa del BCE del 3 de noviembre de 2011: [http://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2011/html/pr111103\\_1.en.html](http://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2011/html/pr111103_1.en.html).

2 Las operaciones de subasta comprenden las operaciones principales de financiación, las operaciones de financiación a plazo más largo y las operaciones de ajuste. Estas últimas pueden ser de inyección o de absorción de liquidez.

las operaciones de financiación a plazo más largo con vencimiento a tres meses se incrementó en 17,1 mm de euros, hasta situarse en 261,6 mm de euros. Además, a través de la citada operación de financiación a plazo más largo complementaria con vencimiento a seis meses, que se liquidó el 11 de agosto de 2011, se proporcionó liquidez por valor de 49,7 mm de euros, y a través de la citada operación de financiación a plazo más largo con vencimiento a doce meses, que se liquidó el 27 de octubre de 2011, se inyectó liquidez por importe de 56,9 mm de euros. En suma, la liquidez total aportada a través de operaciones de financiación a plazo más largo fue, en promedio, de 384 mm de euros, en comparación con 317 mm de euros en el período de referencia anterior.

En conjunto, el primer programa de adquisiciones de bonos garantizados (CBPP, en sus siglas en inglés) y el Programa para los Mercados de Valores proporcionaron, en promedio, liquidez por importe de 206,7 mm de euros, en comparación con un promedio de 134,6 mm de euros en los tres períodos de mantenimiento anteriores.

El CBPP, que finalizó el 30 de junio de 2010, proporcionó 59,4 mm de euros, ligeramente por debajo de los 60,6 mm de euros del período de referencia anterior como consecuencia del vencimiento de importes. El 4 de noviembre de 2011, el importe neto de las adquisiciones liquidadas en el marco del Programa para los Mercados de Valores se situó en 183 mm de euros, considerablemente por encima de los 73,9 mm de euros registrados el 5 de agosto de 2011.

De modo paralelo, las operaciones semanales neutralizaron toda la liquidez proporcionada mediante el Programa para los Mercados de Valores, absorbiendo 139,2 mm de euros, en promedio, en el período de referencia. La liquidez absorbida mediante operaciones de ajuste con vencimiento a un día realizadas el último día de cada período de mantenimiento se situó, en promedio, en 241,6 mm de euros (véase gráfico B).

### Uso de las facilidades permanentes

En general, el aumento de la oferta de liquidez se tradujo en un exceso de liquidez que, en promedio, ascendió a 164,3 mm de euros en el período considerado (frente a 36,2 mm de euros en el período de referencia anterior). El recurso a la facilidad marginal de crédito se incrementó de 0,1 mm de euros, en promedio, en los tres períodos de mantenimiento anteriores a 1,4 mm de euros, en promedio, durante el período analizado. Este ascenso fue más acusado durante el tercero de los períodos de mantenimiento analizados (en el que el promedio fue de 2,8 mm de euros). Al mismo tiempo, el recurso medio a la facilidad de depósito pasó de 33,5 mm de euros en el período de referencia anterior a 161,7 mm de euros en el período analizado. Esto se tradujo en un mayor recurso neto a la facilidad de depósito<sup>3</sup>, especialmente en el segundo y tercer períodos de mantenimiento analizados, que en promedio ascendió a 160,2 mm de euros, frente a los 33,5 mm de euros del período de referencia anterior.

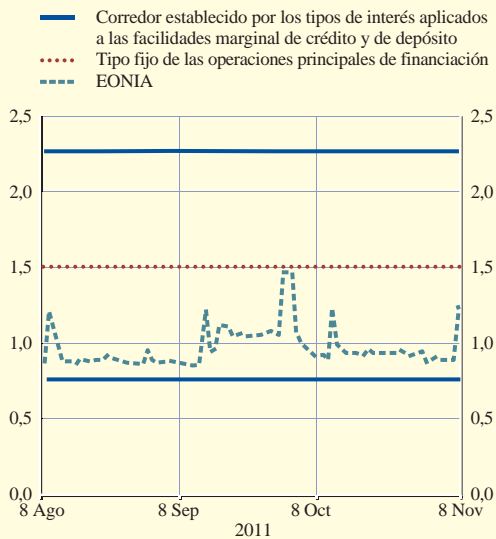
### Tipos de interés

Los tipos de interés oficiales del BCE se mantuvieron sin variación en los tres períodos de mantenimiento analizados. El tipo de interés de las operaciones principales de financiación permaneció en el 1,5 %, el de la facilidad de depósito, en el 0,75 %, y el de la facilidad marginal de crédito, en el 2,25 %. La decisión adoptada el 3 de noviembre de 2011 de reducir los tipos de interés oficiales en 25 puntos

<sup>3</sup> El recurso neto a la facilidad de depósito es igual a la diferencia entre el recurso a la facilidad de depósito y el recurso a la facilidad marginal de crédito, incluidos los fines de semana.

Gráfico C El EONIA y los tipos de interés del BCE

(tipos de interés diarios, en porcentaje)



Fuente: BCE.

básicos se aplicó el 9 de noviembre de 2011 en el undécimo período de mantenimiento del año.

Dado que la liquidez siguió siendo abundante en el período considerado, el EONIA y otros tipos del mercado monetario a muy corto plazo se mantuvieron por debajo del tipo de interés de las operaciones principales de financiación y descendieron, como suele ser habitual, hacia el final del período de mantenimiento, cuando estaban cerca de cumplirse las exigencias de reservas (véase gráfico C). El EONIA se situó en una media del 0,96%, habiendo fluctuado entre el 0,85% y el 1,46%. El 30 de septiembre de 2011, último día del tercer trimestre, se registró un pico del 1,46%.

## 2.4 MERCADOS DE RENTA FIJA

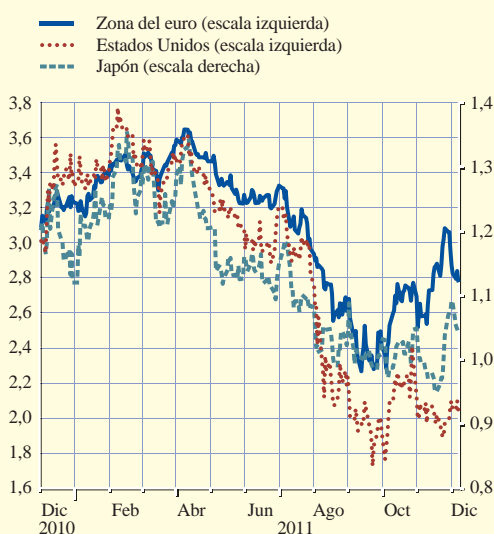
*Entre finales de agosto y el 7 de diciembre, el rendimiento de la deuda pública a largo plazo con calificación AAA de la zona del euro experimentó un incremento, mientras que el de la correspondiente deuda pública de Estados Unidos se redujo. El aumento general del citado rendimiento en la zona del euro fue reflejo, principalmente, de la creciente preocupación acerca de la crisis de la deuda soberana que afecta incluso a los países con calificación AAA. La incertidumbre en torno a la evolución futura de los mercados de renta fija, medida por la volatilidad implícita de estos mercados, se agudizó, y los diferenciales de rendimiento de la deuda soberana de la zona del euro se ampliaron nuevamente en la mayoría de los países. Al mismo tiempo, los indicadores basados en los mercados sugieren que las expectativas de inflación de los participantes en los mercados siguen estando totalmente en consonancia con la estabilidad de precios.*

Entre finales de agosto y el 7 de diciembre, el rendimiento de la deuda pública a largo plazo con calificación AAA de la zona del euro se incrementó 10 puntos básicos, situándose en el 2,8% al final del período de referencia. En cambio, en Estados Unidos, el rendimiento de los bonos a largo plazo disminuyó 20 puntos básicos y se situó en el 2% el 7 de diciembre (véase gráfico 25). Por consiguiente, el diferencial de tipos de interés nominales entre el rendimiento de la deuda pública a diez años de la zona del euro y el de la correspondiente deuda de Estados Unidos se amplió en 30 puntos básicos durante el período analizado. En Japón, el rendimiento de la deuda pública a diez años permaneció prácticamente sin variación durante el mismo período, situándose en el 1,1% el 7 de diciembre.

En conjunto, la incertidumbre de los inversores acerca de la evolución a corto plazo de los mercados de renta fija de la zona del euro, medida por la volatilidad implícita obtenida de las opciones, se intensificó durante el período analizado. La volatilidad implícita de los mercados de renta fija de la zona del euro

**Gráfico 25 Rendimiento de la deuda pública a largo plazo**

(porcentajes; datos diarios)



Fuentes: Bloomberg y Thomson Reuters.

Notas: El rendimiento de la deuda pública a largo plazo se refiere a los bonos a diez años o con vencimiento más próximo a este plazo. En el caso de la zona del euro se incluye únicamente la deuda pública con la calificación AAA.

y de Estados Unidos aumentó notablemente hasta la celebración de la reunión de los jefes de Estado y de Gobierno del 26 de octubre, lo que refleja la incertidumbre de los inversores sobre los resultados de dicha reunión. Después del anuncio sorpresa del primer ministro de Grecia de someterse a una moción de confianza sobre el Gobierno griego y convocar un referéndum en el país, la citada volatilidad se acentuó, alcanzando en la zona del euro niveles comparables con los del máximo registrado a mediados de agosto de 2011. Posteriormente, cuando se canceló el referéndum, la volatilidad implícita de los mercados de renta fija descendió ligeramente, aunque se mantuvo en cotas elevadas, ya que la crisis de la deuda soberana de la zona del euro continuó extendiéndose a países más grandes y con una calificación crediticia más elevada. Durante el período analizado, el nivel de volatilidad implícita de los mercados de renta fija de la zona del euro fue significativamente más alto que en Estados Unidos.

La evolución del rendimiento de la deuda pública a largo plazo con calificación AAA de la zona del

euro y de Estados Unidos estuvo determinada por la preocupación sobre la crisis de la deuda soberana y por la incertidumbre en torno a las perspectivas económicas mundiales. En la primera parte del período de referencia, las expectativas y, posteriormente, el anuncio de que el Comité de Operaciones de Mercado Abierto de la Reserva Federal ampliaría el vencimiento medio de su cartera de valores del Tesoro, generó presiones a la baja sobre el rendimiento a largo plazo en Estados Unidos. A esto siguió un aumento del rendimiento de la deuda pública a largo plazo de la zona del euro y de Estados Unidos, provocado, en gran medida, por las expectativas de que el resultado de la reunión de los jefes de Estado y de Gobierno de la zona del euro del 26 de octubre se traduciría en una mejora de la situación de los mercados, ya que se preveían medidas importantes para atajar la crisis de la deuda soberana de la zona del euro. La publicación de datos económicos mejores de lo previsto en Estados Unidos también atenuó los temores de los inversores a una desaceleración económica mundial y favoreció las presiones al alza sobre los rendimientos de la deuda pública a largo plazo a ambos lados del Atlántico. Tras el anuncio de las decisiones adoptadas el 26 de octubre, estos rendimientos se incrementaron de nuevo, en la zona del euro y en Estados Unidos, en un contexto de mejora del clima de los mercados y de menor aversión al riesgo. Sin embargo, parte de los aumentos revirtieron cuando el citado clima se deterioró bruscamente después del anuncio por sorpresa de un posible referéndum en Grecia. En noviembre, cuando la crisis de la deuda soberana de la zona del euro afectaba incluso a los países con calificación crediticia AAA y los participantes en los mercados percibieron negativamente una subasta de bonos alemanes a diez años en la que no se obtuvo la cantidad prevista, el rendimiento de la deuda pública a largo plazo con calificación AAA de la zona del euro se elevó, mientras que el de la correspondiente deuda de Estados Unidos continuó reduciéndose.

Durante el período analizado, los diferenciales de rendimiento de la deuda soberana de la zona del euro frente a Alemania se ampliaron nuevamente en la mayoría de los países. Al mismo tiempo, la demanda de deuda pública de alta calificación y liquidez continuó reduciendo los rendimientos de los bonos soberanos

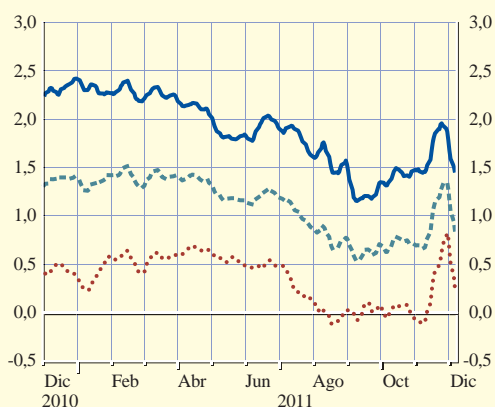
alemanes. Asimismo, una serie de países de la zona del euro vieron rebajada su calificación. La calificación de España y de Italia fue recortada por las tres agencias de calificación crediticia más importantes, mientras que la de Bélgica fue rebajada por dos agencias y la de Portugal, por una. Además, Moody's avisó de que las perspectivas de calificación de Francia podrían pasar a ser negativas y Fitch Ratings declaró que Francia no podría absorber nuevas perturbaciones sin que su calificación AAA resultara perjudicada. Por último, Standard & Poor's, basada en su valoración de que las tensiones sistémicas afectaban a la calidad crediticia de la zona en su conjunto, indicó que quince países de la zona del euro corrían el riesgo de rebaja de su calificación. Después de la reunión de los jefes de Estado y de Gobierno de la zona del euro celebrada el 26 de octubre, los diferenciales de rendimiento de la deuda soberana de la zona del euro frente a Alemania se estrecharon considerablemente de forma temporal, pero esta trayectoria se invirtió cuando experimentaron un incremento significativo después de que se agudizara la incertidumbre debido al anuncio por sorpresa de un posible referéndum en Grecia y a la situación política en Italia. Hacia el final del período de referencia, los diferenciales de rendimiento de la deuda soberana a diez años frente a Alemania se redujeron de manera sustancial, como consecuencia de la mejora del clima de los mercados antes de la reunión de los jefes de Estado y de Gobierno prevista para el 9 de diciembre.

El método de estimación de los rendimientos reales y de las tasas de inflación implícitas se modificó para el período analizado a fin de evitar las distorsiones derivadas del aumento de los diferenciales entre el rendimiento de los bonos franceses y el de los alemanes (véase el recuadro titulado «Estimación del rendimiento real y de las tasas de inflación implícitas tras la reciente intensificación de la crisis de la

**Gráfico 26 Rendimiento de los bonos cupón cero indicados a la inflación de la zona del euro**

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

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

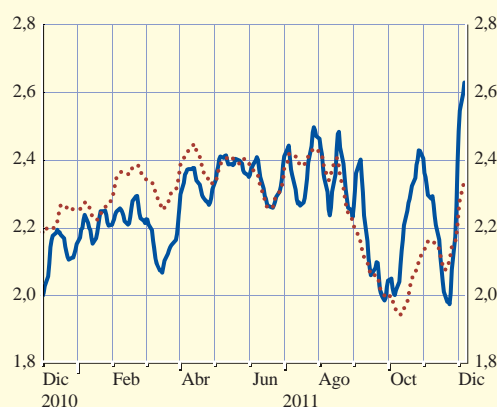


Fuentes: Thomson Reuters y cálculos del BCE.  
Nota: Desde finales de agosto de 2011, los tipos reales se calculan como media ponderada por el PIB de los tipos reales de Francia y Alemania, estimados por separado. Antes de esa fecha, los tipos reales se calculaban estimando un curva combinada de rendimientos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

**Gráfico 27 Tasas de inflación implícitas en los bonos cupón cero de la zona del euro y tipos swap indicados a la inflación**

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

- Tasa de inflación implícita a cinco años dentro de cinco años
- ..... Tipos swap indicados a la inflación a cinco años dentro de cinco años



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

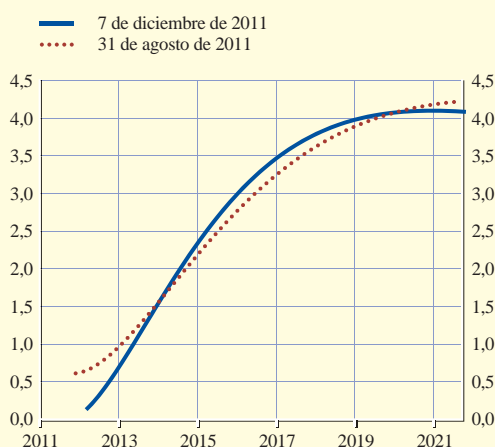
deuda soberana»). Desde finales de agosto, el rendimiento de los bonos indicados a la inflación a cinco y diez años de la zona del euro se incrementó en torno a 10 puntos básicos (véase gráfico 26). El 7 de diciembre, el rendimiento real a cinco y diez años era del 0,2% y el 0,8%, aproximada y respectivamente. En el mismo período, los tipos *swap* indicados a la inflación implícita a cinco años dentro de cinco años de la zona del euro aumentaron 9 puntos básicos, situándose en el 2,3% el 7 de diciembre (véase gráfico 27). Las correspondientes tasas de inflación implícitas se incrementaron 14 puntos básicos y se situaron en el 2,6% en la misma fecha. Las tasas de inflación implícitas han sido bastante volátiles durante los últimos meses, como consecuencia de la elevada volatilidad de los rendimientos nominales y reales de los bonos, en un entorno de tensiones en los mercados y de desplazamientos de fondos hacia activos refugio. En estas circunstancias, las expectativas de inflación obtenidas de los mercados de *swaps* indicados a la inflación son, por consiguiente, más fiables que las señales obtenidas de los mercados de renta fija. En conjunto, los indicadores basados en los mercados sugieren que las expectativas de inflación a largo plazo de los participantes en los mercados siguen estando totalmente en consonancia con la estabilidad de precios.

El patrón general de rendimiento de la deuda pública a largo plazo con calificación AAA de la zona del euro puede descomponerse en variaciones de las expectativas de tipos de interés (y de las primas de riesgo asociadas) en distintos horizontes (véase gráfico 28). En comparación con finales de agosto, la estructura temporal de los tipos *forward* a corto plazo se desplazó a la baja para los vencimientos de menos de un año y medio, aproximadamente, lo que refleja una revisión a la baja de la senda esperada de los tipos de interés a corto plazo. En horizontes de entre un año y medio y ocho años y medio, los tipos *forward* a corto plazo aumentaron. Esta evolución fue atribuible, principalmente, a los ajustes de las primas de riesgo, en un contexto de intensificación de la crisis de la deuda soberana de la zona del euro.

Los diferenciales de los valores de renta fija privada con grado de inversión emitidos por las sociedades no financieras aumentaron en las categorías de calificación crediticia más baja, mientras que disminuyeron o se mantuvieron prácticamente sin variación en las categorías de calificación más elevada. Los diferenciales de los valores de renta fija privada con grado de inversión emitidos por las instituciones financieras se incrementaron notablemente en las categorías de calificación más baja, pero permanecieron estables, en general, en las de calificación superior. Durante el período considerado, los diferenciales se caracterizaron por su volatilidad, derivada de los cambios en la aversión al riesgo de los inversores y de la evolución relacionada con la crisis de la deuda soberana de la zona del euro.

Gráfico 28 Tipos de interés *forward* implícitos a un día en la zona del euro

(porcentajes; datos diarios)



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

Nota: La curva de tipos *forward* implícitos 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 citadas curvas 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 con calificación crediticia AAA de la zona del euro.

**ESTIMACIÓN DEL RENDIMIENTO REAL Y DE LAS TASAS DE INFLACIÓN IMPLÍCITAS TRAS LA RECIENTE INTENSIFICACIÓN DE LA CRISIS DE LA DEUDA SOBERANA**

La ampliación de los diferenciales entre los rendimientos de la deuda pública de Alemania y Francia, especialmente en noviembre de 2011, junto con las dispares estructuras de vencimientos de los bonos indicados a la inflación emitidos por estos dos países (los bonos en circulación alemanes tienen vencimientos relativamente más cortos que los bonos en circulación franceses) generan distorsiones significativas en la estimación de una curva combinada de rendimientos reales. Por tanto, las tasas de inflación implícitas calculadas a partir de la citada curva también están desvirtuadas. En este recuadro se explican brevemente los motivos de dichas distorsiones y se presenta un método de estimación alternativo que reduce las alteraciones derivadas de la ampliación de los diferenciales entre los rendimientos de la deuda pública alemana y francesa.

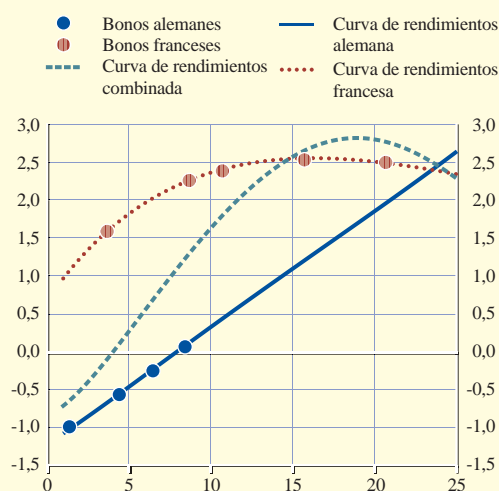
Para ilustrar las distorsiones que se producen en una curva combinada de rendimientos reales en el entorno actual de tensiones en los mercados de deuda soberana, en el gráfico A se muestran los rendimientos de los bonos indicados a la inflación alemanes y franceses, junto con las curvas de rendimientos estimadas de los bonos de cada país y una curva de rendimientos combinada, estimada a partir de los bonos de ambos países. Es evidente que los plazos más cortos de la curva combinada están influidos, principalmente, por los bonos alemanes, mientras que los plazos más largos están dominados por los bonos franceses. Por tanto, la pendiente de la curva de rendimientos combinada difiere de las curvas de rendimientos estimadas por separado para los bonos alemanes y franceses. De hecho, para los vencimientos entre cinco y diez años, la curva combinada tiene una pendiente mucho más pronunciada que cualquiera de las dos curvas por separado y, en consecuencia, las distorsiones generadas en los tipos *forward* son especialmente significativas.

El gráfico B muestra que los tipos reales *forward* (tipos a cinco años dentro de cinco años) basados en la curva combinada estimada se han incrementado considerablemente en las últimas semanas, alcanzando temporalmente valores cercanos al 3%. Como se ha indicado, dichos niveles son artificialmente elevados. Para resolver este problema, los rendimientos reales pueden calcularse como medias ponderadas por el PIB de las curvas de rendimientos reales estimadas por separado para Alemania y Francia.

Al igual que ocurre con los tipos reales, las tasas de inflación implícitas también se encuentran distorsionadas, ya que, para calcular la curva de tasas de inflación implícitas, la curva real combinada estimada se sustrae de la curva de rendimientos nominales basada en la deuda pública con

**Gráfico A Rendimientos de los bonos indicados a la inflación y curvas de rendimientos reales cupón cero**

(porcentaje; datos desestacionalizados; eje de abscisas; años)

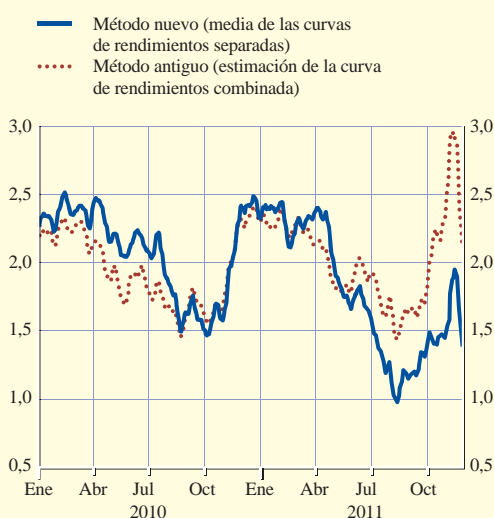


Fuentes: Bloomberg, Thomson Reuters y cálculos del BCE.  
Nota: Los datos corresponden al 16 de noviembre de 2011.



**Gráfico B Tipos reales a cinco años dentro de cinco años de la zona del euro**

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



Fuentes: Bloomberg, Thomson Reuters y cálculos del BCE.

las extraídas de la curva combinada de rendimientos reales y, en la actualidad, indican que las expectativas de inflación a largo plazo se encuentran en torno al 2,6% (véase gráfico 27). Sin embargo, dada la situación actual de los mercados, con un recrudecimiento de las tensiones en muchos mercados de deuda soberana que generan volatilidad en los rendimientos nominales y de los bonos indicados a la inflación, los tipos *swap* indicados a la inflación son indicadores más fiables de las expectativas de inflación de los participantes en los mercados que las tasas de inflación implícitas obtenidas de los mercados de deuda pública. Sin embargo, ajustada adecuadamente para tener en cuenta estas tensiones, la información procedente del mercado de renta fija resulta útil para contrastar la información obtenida del mercado de *swaps* indicados a la inflación.

1 La curva de rendimientos nominales de la zona del euro calculada a partir de la deuda pública con calificación AAA se basa en un gran número de bonos emitidos por diferentes países con distintos vencimientos y, por tanto, en un entorno de ampliación de los diferenciales de la deuda soberana, resulta menos afectada por las distorsiones que la curva de rendimientos reales.

calificación AAA<sup>1</sup>. De hecho, las tasas de inflación implícitas a plazo basadas en la curva combinada estimada han descendido radicalmente en las últimas semanas, hasta situarse en niveles inferiores al 1%. Estos reducidos niveles no cuadran con la información obtenida del mercado de *swaps* indicados a la inflación, que está mucho menos influido por el riesgo de crédito y sus efectos sobre la liquidez que las medidas extraídas de los mercados de renta fija.

Para solventar las distorsiones en la estimación de las curvas implícitas pueden calcularse curvas separadas de tasas de inflación implícitas para los datos de Alemania y de Francia. Las medias ponderadas por el PIB de estas dos curvas estimadas pueden utilizarse después para evaluar las expectativas de inflación de los participantes en los mercados. Las tasas de inflación implícitas obtenidas con este método están más en consonancia con las señales recibidas del mercado de *swaps* indicados a la inflación que

## 2.5 MERCADOS DE RENTA VARIABLE

Entre finales de agosto y el 7 de diciembre, las cotizaciones bursátiles descendieron ligeramente, en general, en la zona del euro, mientras que aumentaron en Estados Unidos. Tanto en la zona del euro como en Estados Unidos, la incertidumbre de los mercados bursátiles, medida por la volatilidad implícita, se situó en niveles elevados durante todo el período analizado. Los cambios observados en el clima de los mercados en relación con la crisis de la deuda soberana en la zona del euro siguieron influyendo en la evolución de las cotizaciones, especialmente en las del sector financiero. Además, la mayor parte de los datos económicos publicados en la zona del euro continuaron decepcionando a los participantes en el mercado mientras que, en la segunda parte del período, los datos publicados en Estados Unidos resultaron ser, en su mayor parte, mejores de lo esperado.

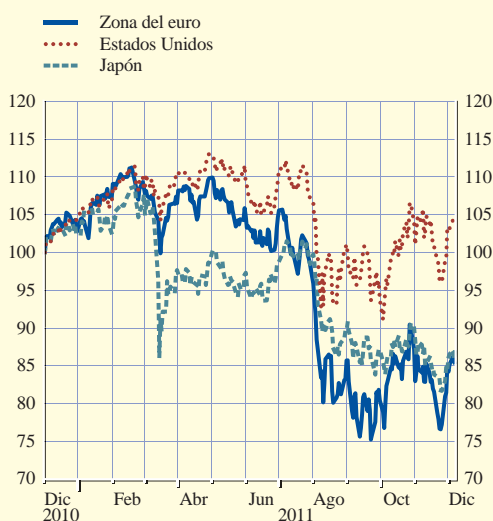
Entre finales de agosto y el 7 de diciembre, las cotizaciones bursátiles descendieron ligeramente en la zona del euro, mientras que aumentaron en Estados Unidos. En general, las cotizaciones bursátiles de la zona del euro, medidas por el índice Dow Jones EURO STOXX amplio, disminuyeron un 0,6% entre finales de agosto y el 7 de diciembre. En Estados Unidos, el índice Standard & Poor's 500 se incrementó un 3,5% (véase gráfico 29). Durante el mismo período, las cotizaciones bursátiles de Japón, medidas por el índice Nikkei 225, cayeron un 2,6%.

La incertidumbre de los mercados bursátiles, medida por la volatilidad implícita, se situó en niveles elevados durante el período considerado tanto en la zona del euro como en Estados Unidos (véase gráfico 30). Esta evolución fue atribuible fundamentalmente a las tensiones observadas en algunos segmentos de mercado relacionadas con la crisis de la deuda soberana en la zona del euro y a la persistente incertidumbre acerca de las perspectivas económicas mundiales. Al igual que en los mercados de renta fija, la volatilidad implícita fue considerablemente más elevada en la zona del euro que en Estados Unidos.

Durante el período analizado, los cambios en el clima de los mercados relacionados con la crisis de la deuda soberana en la zona del euro siguieron influyendo en la evolución de las cotizaciones bursátiles. Además, la mayor parte de los datos económicos publicados en la zona siguieron decepcionando a los participantes en el mercado mientras que, en la segunda parte del período, los datos publicados en Estados Unidos resultaron ser, en su mayor parte, mejores de lo esperado. Las cotizaciones aumentaron antes y poco después de la cumbre de jefes de Estado o de Gobierno de la zona del euro del 26 de octubre, ya que el clima de los mercados siguió mejorando tras conocerse las decisiones adoptadas en la cumbre. No obstante, la mejora de las cotizaciones revirtió cuando la confianza de los mercados se

**Gráfico 29 Índices bursátiles**

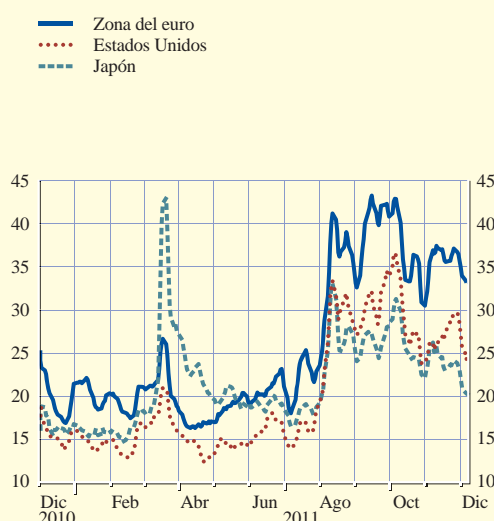
(índice: 1 de diciembre de 2010 = 100; datos diarios)



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

**Gráfico 30 Volatilidad implícita de los mercados de renta variable**

(porcentajes; 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 implícitas 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.

deterioró con fuerza tras el anuncio sorpresa del primer ministro griego de someter a su Gobierno a una moción de confianza y de convocar un referéndum en el país y la propagación de la crisis a países más importantes y con mejores calificaciones crediticias. Hacia el final del período, las cotizaciones bursátiles experimentaron un pronunciado incremento cuando el Banco de Canadá, el Banco de Inglaterra, el Banco de Japón, el Banco Central Europeo, la Reserva Federal y el Banco Nacional de Suiza anunciaron la adopción de medidas coordinadas encaminadas a mejorar su capacidad para proporcionar liquidez al sistema financiero mundial, con el fin de reducir las tensiones en los mercados financieros. Por otra parte, el clima de los mercados mejoró antes de la cumbre de jefes de Estado o de Gobierno de la zona del euro celebrada el 9 de diciembre.

A escala de sectores, la evolución de los índices bursátiles de la zona del euro fue heterogénea. Las cotizaciones del sector financiero de la zona registraron los descensos más acusados, mientras que las de otros sectores, especialmente las del sector de petróleo y gas, aumentaron (véase cuadro 4). La caída de las cotizaciones del sector financiero de la zona del euro fue reflejo de la evolución de la crisis de la deuda soberana en la zona que está afectando a las tenencias de deuda pública de las entidades de crédito, de las necesidades de recapitalización, de rebajas de las calificaciones crediticias y de la agudización de las tensiones en los mercados de financiación de las entidades. En Estados Unidos, las cotizaciones del sector financiero también cayeron, aunque la caída fue mucho menor que en la zona del euro.

**Gráfico 3 | Crecimiento esperado de los beneficios empresariales por acción en Estados Unidos y en la zona del euro**

(porcentajes; datos mensuales)



Fuentes: Thomson Reuters y cálculos del BCE.

Notas: Crecimiento esperado de los beneficios de las empresas del índice Dow Jones EURO STOXX para la zona del euro y del índice Standard & Poor's 500 para Estados Unidos.

1) «A corto plazo» se refiere a las expectativas de los analistas respecto a los beneficios en los próximos doce meses (tasas de crecimiento interanual).

2) «A largo plazo» se refiere a las expectativas de los analistas respecto a los beneficios en los próximos tres a cinco años (tasas de crecimiento interanual).

**Cuadro 4 Variación de los precios de los índices Dow Jones EURO STOXX, por sectores económicos**

(porcentajes de los precios a fin de período)

	EURO STOXX	Materias primas	Servicios de consumo	Bienes de consumo	Petróleo y gas	Financiero	Sanidad	Industrial	Tecnología	Telecomunicaciones	Agua, gas, electric.
<b>Participación del sector en la capitalización bursátil</b> (datos a fin de período)	100,0	10,0	6,9	16,5	8,5	19,9	5,4	14,0	4,7	6,6	7,7
<b>Variación de los precios</b> (datos a fin de período)											
III 2010	7,3	9,0	11,1	8,0	5,3	8,2	-0,2	5,6	3,2	12,8	4,9
IV 2010	3,8	16,3	0,7	9,0	7,9	-7,0	-1,1	13,3	10,2	-4,7	2,9
I 2011	3,6	-0,3	-1,8	-3,2	8,4	8,5	4,8	4,4	5,0	6,0	3,5
II 2011	-1,7	3,0	-2,9	7,0	-6,2	-5,0	11,5	-1,3	-8,8	-6,5	-6,8
III 2011	-23,1	-28,9	-17,4	-20,0	-19,1	-30,9	-9,2	-27,4	-15,9	-14,4	-18,5
Octubre 2011	8,4	12,9	6,7	10,9	15,4	6,2	3,8	9,4	12,1	4,6	1,4
Noviembre 2011	-2,6	0,2	-0,4	-1,4	0,2	-7,2	0,2	-2,5	-4,4	-4,0	-2,0
31 ago - 7 dic 11	-0,6	0,0	-0,3	1,2	11,3	-4,8	3,1	-4,0	2,6	-3,4	-0,9

Fuentes: Thomson Reuters y cálculos del BCE.

Los datos sobre beneficios de las empresas de la zona del euro que integran el índice Dow Jones EURO STOXX mostraron que el crecimiento de los beneficios efectivos anuales por acción disminuyó desde el 19% en agosto hasta el 0% en noviembre. El crecimiento de los beneficios por acción previsto por los participantes en el mercado para los próximos doce meses también descendió ligeramente, desde el 10% en agosto hasta el 9% en noviembre (véase gráfico 31). El crecimiento esperado a largo plazo de los beneficios por acción también se redujo, desde el 10% en agosto hasta el 8% en noviembre.

## 2.6 FLUJOS DE FINANCIACIÓN Y POSICIÓN FINANCIERA DE LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS

*En el período comprendido entre julio y octubre de 2011, el coste real de la financiación de las sociedades no financieras de la zona del euro prácticamente no se modificó. La estabilidad observada, en líneas generales, en los costes de financiación oculta tendencias divergentes en los principales componentes. En cuanto a los flujos de financiación, el crecimiento interanual del crédito otorgado a las sociedades no financieras tendió ligeramente al alza y se situó en el 1,6% en el tercer trimestre de 2011. La moderada evolución de los préstamos parece ser básicamente acorde con la desaceleración de la actividad económica en la zona del euro. La emisión de valores distintos de acciones por parte de las sociedades no financieras aumentó levemente en el tercer trimestre de 2011.*

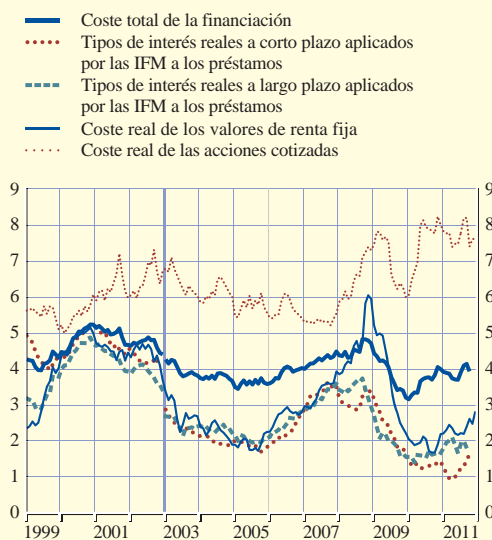
### CONDICIONES DE FINANCIACIÓN

El coste real de la financiación externa de las sociedades no financieras de la zona del euro —calculado mediante la ponderación del coste de las distintas fuentes de financiación a partir de sus saldos vivos, corregido de efectos de valoración— prácticamente no se modificó entre julio y octubre de 2011, mes en que se situó en el 3,9% (véase gráfico 32).

La estabilidad del coste total de la financiación oculta una evolución dispar de los distintos componentes. Concretamente, el coste real de las acciones cotizadas se redujo 38 puntos básicos durante el período analizado y se situó en el 7,4% en octubre, principalmente como consecuencia del aumento de las cotizaciones bursátiles registrado ese mes. En cambio, el coste real de los valores de renta fija y los tipos de interés reales a corto plazo de los préstamos se incrementaron unos 40 puntos básicos, hasta el 2,6% and 1,6%, respectivamente, en octubre de 2011. Los tipos de interés reales a largo plazo de los préstamos prácticamente no se modificaron entre junio y octubre, permaneciendo en torno al 1,9%. Datos más recientes que incluyen hasta la primera semana de diciembre indican que el coste real de las acciones ha aumentado unos 20 puntos básicos, debido a la caída del precio de las acciones y de un crecimiento menor de

**Gráfico 32 Coste real de la financiación externa de las sociedades no financieras de la zona del euro**

(porcentajes; datos mensuales)



Fuentes: BCE, Thomson Reuters, Merrill Lynch y Consensus Economics Forecasts.

Notas: El coste real de la financiación externa de las sociedades no financieras se calcula como la media ponderada del coste de los préstamos bancarios, el coste de los valores distintos de acciones y el coste de las acciones, basados en sus respectivos saldos vivos y deflactados por las expectativas de inflación (véase el recuadro 4 del Boletín Mensual de marzo de 2005). La armonización de los tipos de interés aplicados por las IFM a los préstamos introducida a principios de 2003 provocó una ruptura en las series estadísticas. 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 resultantes de la aplicación de los Reglamentos BCE/2008/32 y BCE/2009/7 (por los que se modifica el Reglamento BCE/2001/18).

lo esperado de los beneficios. El coste real de los valores de renta fija también se elevó unos 20 puntos básicos en ese mismo período. Desde una perspectiva de más largo plazo, en octubre, el coste real total de la financiación de las sociedades no financieras de la zona del euro se situó en la media histórica observada desde 2003. El coste real de las acciones cotizadas se mantuvo por encima de niveles históricos, mientras que los tipos de interés reales de los préstamos (tanto a corto como a largo plazo) y el coste real de los valores de renta fija permanecieron por debajo de sus medias a largo plazo.

En el período comprendido entre julio y octubre de 2011, los tipos de interés nominales aplicados por las IFM a los nuevos préstamos concedidos a las sociedades no financieras aumentaron en el caso de los préstamos a corto plazo, pero se redujeron en el de los préstamos a largo plazo (véase cuadro 5). Concretamente, los tipos de interés a corto plazo se incrementaron 18 puntos básicos para los préstamos de hasta un millón de euros y 6 puntos básicos para los préstamos de más de un millón de euros. Los tipos de interés a largo plazo aplicados por las IFM a los préstamos de hasta un millón de euros registraron un descenso de 22 puntos básicos, mientras que los tipos de los préstamos de más de un millón de euros cayeron 6 puntos básicos. El incremento de los tipos de interés a corto plazo de los préstamos otorgados a las sociedades no financieras refleja, en cierta medida, la subida de los tipos de interés oficiales del BCE acordada en julio, pero también puede deberse, en parte, a las actuales tensiones en los mercados de financiación bancaria y al deterioro de la solvencia de las empresas en algunas jurisdicciones. Durante el período de referencia, los rendimientos de la deuda pública a siete años descendieron 33 puntos básicos en la zona del euro en su conjunto, si bien la evolución en los distintos países fue considerablemente heterogénea.

La evolución de los diferenciales entre los rendimientos de los valores de renta fija de las sociedades no financieras y los de la deuda pública ha sido volátil desde el verano de este año. Como consecuencia de los decepcionantes datos económicos y del aumento de la incertidumbre macroeconómica, los diferenciales

**Cuadro 5 Tipos de interés aplicados por las IFM a los nuevos préstamos a sociedades no financieras**

							Variaciones en puntos básicos hasta octubre de 2011 <sup>1)</sup>		
							Jul	Jul	Sep
	III	IV	I	II	Sep	Oct	2010	2011	2011
	2010	2010	2011	2011	2011	2011			
<b>Tipos de interés aplicados por las IFM</b>									
Descubiertos en cuenta de las sociedades no financieras	3,79	3,86	4,01	4,27	4,41	4,46	77	19	5
Préstamos a las sociedades no financieras hasta un millón de euros									
A tipo flexible y hasta un año de fijación del tipo inicial	3,35	3,50	3,70	3,94	4,18	4,27	97	18	9
Más de cinco años de fijación del tipo inicial	3,79	3,86	4,19	4,39	4,19	4,23	28	-22	4
Préstamos a las sociedades no financieras por importe superior a un millón de euros									
A tipo flexible y hasta un año de fijación del tipo inicial	2,26	2,59	2,63	2,92	2,92	3,06	81	6	14
Más de cinco años de fijación del tipo inicial	3,51	3,50	3,84	3,29	3,68	3,65	45	-6	-3
<b>Pro memoria</b>									
Tipo de interés a tres meses del mercado monetario	0,89	1,01	1,24	1,55	1,55	1,59	69	-2	4
Rendimiento de la deuda pública a dos años	1,89	2,25	2,91	3,61	5,47	6,66	489	234	119
Rendimiento de la deuda pública a siete años	2,14	2,71	3,19	2,89	1,96	2,17	-21	-33	21

Fuente: BCE.

1) Pueden producirse discrepancias, debido al redondeo.

de los valores de renta fija privada con calificación AA- se ampliaron unos 25 puntos básicos entre julio y septiembre, mientras que los de los bonos de alta rentabilidad registraron un incremento de más de 340 puntos básicos (véase gráfico 33). El clima de los mercados mejoró ligeramente en octubre, lo que se tradujo en una reducción de los diferenciales en todas las categorías de calificación crediticia. Sin embargo, en noviembre de 2011, la agudización de las tensiones en los mercados asociada a la crisis de la deuda soberana de la zona del euro y los efectos de contagio negativos en países más importantes y con mejor calificación crediticia ejercieron presiones al alza principalmente sobre los diferenciales de los valores de renta fija privada de los bonos con calificaciones intermedias y bajas.

#### FLUJOS DE FINANCIACIÓN

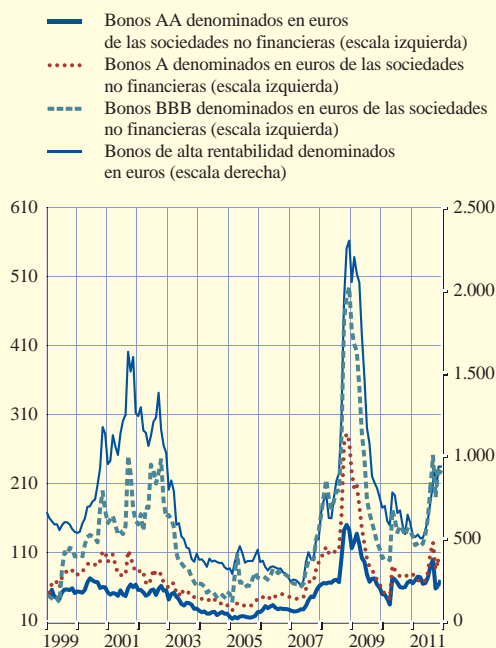
Los indicadores de rentabilidad de las sociedades no financieras de la zona del euro apuntaban a que esta siguió siendo positiva en el tercer trimestre y en los dos primeros meses del cuarto trimestre de 2011. Al mismo tiempo, la tasa de crecimiento interanual de los beneficios por acción de las sociedades no financieras cotizadas de la zona del euro cayó desde el 40% registrado a principios de este año hasta aproximadamente el 4% en noviembre de 2011 (véase gráfico 34). De cara al futuro, los participantes en el mercado esperan una reversión de esta corrección a la baja, con una suave recuperación en los próximos meses.

En cuanto a la financiación externa, la recuperación de los préstamos concedidos por las IFM a las sociedades no financieras observada desde 2010 perdió impulso en el tercer trimestre de 2011. La estabilización del crédito de las IFM a este sector coincidió con un ligero aumento de la emisión de valores distintos de acciones en ese mismo período (véase gráfico 35). El hecho de que la actividad emisora de las sociedades no financieras fuera algo más intensa fue atribuible en su totalidad a la emisión de valores a largo plazo y a tipo de interés fijo, mientras que la emisión de valores distintos de acciones a corto plazo y de valores distintos de acciones a largo plazo a tipo de interés variable continuó disminuyendo. En cambio, la tasa de crecimiento interanual de la emisión de acciones cotizadas por las sociedades no financieras se redujo levemente, impulsada por el aumento del coste de estos instrumentos.

La tasa de crecimiento interanual de los préstamos bancarios concedidos a las sociedades no financieras solo experimentó un ligero aumento, hasta el 1,6% en el tercer trimestre de 2011 (véase cuadro 6), reflejo de un repunte de la tasa de crecimiento interanual de los préstamos con vencimiento a más de cinco años, que quedó contrarrestado por la disminución de la tasa de crecimiento interanual de los préstamos a corto plazo (con plazo de vencimiento de hasta un año). La tasa de descenso de los préstamos a plazos intermedios (de uno a cinco años) otorgados a este sector prácticamente no se modificó en el tercer trimestre de 2011. Por el momento, la moderada evolución de los préstamos a las sociedades no financieras sigue siendo acorde con la débil demanda de préstamos, en un contexto de ralentización de la actividad económica.

**Gráfico 33 Diferenciales de los valores de renta fija de las sociedades no financieras**

(puntos básicos; medias mensuales)



Fuentes: Thomson Reuters y cálculos del BCE.

Nota: Los diferenciales de los valores de renta fija de las sociedades no financieras se calculan en relación con los rendimientos de la deuda pública con calificación crediticia AAA.

**Gráfico 34 Beneficios por acción de las sociedades no financieras cotizadas de la zona del euro**

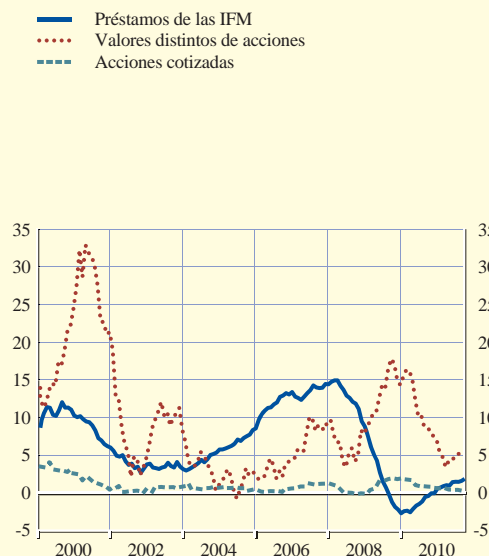
(tasas de variación interanual; datos mensuales)



Fuentes: Thomson Reuters y cálculos del BCE.

**Gráfico 35 Detalle por instrumentos de la financiación externa de las sociedades no financieras**

(tasas de variación interanual)



Fuente: BCE.  
Nota: Las acciones cotizadas están denominadas en euros.

**Cuadro 6 Financiación de las sociedades no financieras**

(tasas de variación; fin de trimestre)

	Tasas de crecimiento interanual				
	2010 III	2010 IV	2011 I	2011 II	2011 III
<b>Préstamos de IFM</b>	<b>-0,5</b>	<b>-0,1</b>	<b>0,9</b>	<b>1,4</b>	<b>1,6</b>
Hasta un año	-6,0	-3,2	0,1	4,2	4,1
De uno a cinco años	-2,5	-2,8	-2,3	-3,7	-3,7
Más de cinco años	2,8	2,4	2,4	2,0	2,3
<b>Valores distintos de acciones</b>	<b>8,6</b>	<b>7,4</b>	<b>4,7</b>	<b>4,2</b>	<b>5,0</b>
A corto plazo	-12,5	-6,4	-4,9	2,6	19,3
A largo plazo, de los cuales <sup>1)</sup>	11,1	8,8	5,7	4,3	3,6
A tipo fijo	13,9	11,0	7,3	5,3	4,3
A tipo variable	-1,5	-0,6	-1,0	-1,9	-3,8
<b>Acciones cotizadas</b>	<b>0,9</b>	<b>0,7</b>	<b>0,5</b>	<b>0,4</b>	<b>0,3</b>
<b>Pro memoria<sup>2)</sup></b>					
Total financiación	2,0	2,2	2,2	2,4	-
Préstamos a sociedades no financieras	1,9	1,9	2,6	3,1	-
Reservas técnicas de seguro <sup>3)</sup>	0,4	1,1	1,0	1,0	-

Fuentes: BCE, Eurostat y cálculos del BCE.

Nota: Los datos de este cuadro (con la excepción de los presentados en la pro memoria) figuran en las estadísticas monetarias y bancarias y en las de emisiones de valores. Pueden surgir pequeñas divergencias con respecto a los datos que se recogen en las estadísticas de las cuentas financieras, principalmente como consecuencia de diferencias en los métodos de valoración.

1) La suma de los valores distintos de acciones a tipo fijo y a tipo variable puede no coincidir con el total de valores distintos de acciones a largo plazo, porque los valores a largo plazo con cupón cero, que incluyen los efectos de valoración, no se muestran por separado en este cuadro.

2) Datos procedentes de las cuentas trimestrales europeas por sectores. La financiación total de las sociedades no financieras incluye préstamos, valores distintos de acciones, acciones y otras participaciones, reservas técnicas de seguro, otras cuentas pendientes de pago y derivados financieros.

3) Incluye las reservas de los fondos de pensiones.

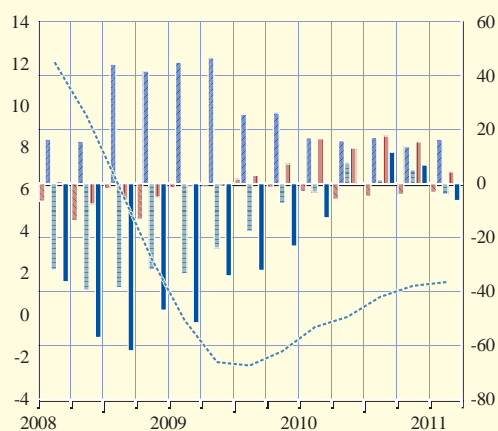
Los resultados de la encuesta sobre préstamos bancarios de la zona del euro correspondientes al tercer trimestre de 2011 mostraron un descenso de la demanda de préstamos por parte de las sociedades no financieras por primera vez desde el segundo trimestre de 2010, lo que apunta a una contracción considerable de la demanda por parte del sector empresas durante el verano, impulsada por la moderación del ritmo de la actividad económica. La disminución observada, en términos netos, en la demanda de préstamos estuvo determinada por una caída clara de la necesidad de financiar la inversión en capital fijo y por la menor contribución de las necesidades de financiación asociadas a las existencias y el capital circulante (véase gráfico 36). Además, las entidades de crédito de la zona del euro endurecieron sustancialmente los criterios de aprobación de los préstamos a las sociedades no financieras en el tercer trimestre de 2011, reflejo de factores relacionados con las condiciones de financiación en los mercados de las entidades y con el deterioro del entorno económico general. De cara al futuro, las entidades esperan un endurecimiento adicional de los citados criterios, así como que la demanda de préstamos por parte de las sociedades no financieras siga disminuyendo. En el recuadro 6 se presentan los resultados de la última encuesta sobre el acceso a la financiación de las pequeñas y medianas empresas de la zona del euro.

En el gráfico 37 se presenta el detalle de los componentes del ahorro, la financiación y la inversión de las sociedades de la zona del euro, según figuran en las cuentas de la zona, para los que se dispone de

**Gráfico 36 Crecimiento de los préstamos y factores que contribuyen a la demanda de préstamos de las sociedades no financieras**

(tasas de variación interanual; porcentajes netos)

- Inversión en capital fijo (escala derecha)
- Existencias y capital circulante (escala derecha)
- Fusiones, adquisiciones y reestructuraciones de empresas (escala derecha)
- Reestructuración de la deuda (escala derecha)
- Financiación interna (escala derecha)
- Préstamos a sociedades no financieras (escala izquierda)



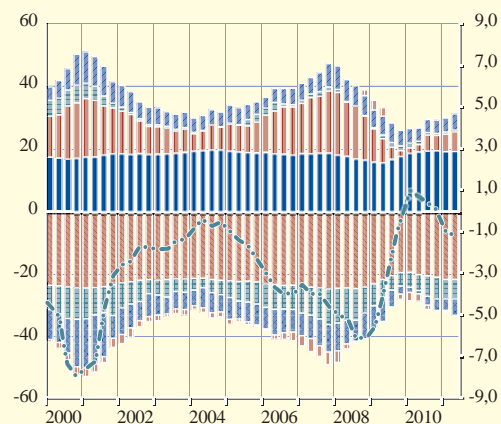
Fuente: BCE.

Nota: Los porcentajes netos se refieren a la diferencia entre el porcentaje de entidades que indican que un factor determinado ha contribuido a un incremento de la demanda y las que indican que ha contribuido a una reducción.

**Gráfico 37 Ahorro, financiación e inversión de las sociedades no financieras**

(sumas móviles de cuatro trimestres; porcentajes del valor añadido bruto)

- Ahorro bruto y transferencias netas de capital
- Financiación mediante deuda
- Emisión de acciones y otras participaciones cotizadas
- Emisión de acciones y otras participaciones no cotizadas
- Formación bruta de capital
- Adquisiciones netas de activos financieros, excluidas acciones y otras participaciones
- Adquisiciones netas de acciones y otras participaciones
- Otros
- Brecha de financiación (escala derecha)



Fuente: Cuentas de la zona del euro.

Nota: La deuda incluye préstamos, valores distintos de acciones y reservas de los fondos de pensiones. «Otros» incluye derivados financieros, otras cuentas pendientes de pago/cobro y ajustes. Los préstamos entre empresas relacionadas se compensan. La brecha de financiación es la capacidad/necesidad de financiación del sector, que básicamente es la diferencia entre el ahorro bruto y la formación bruta de capital.



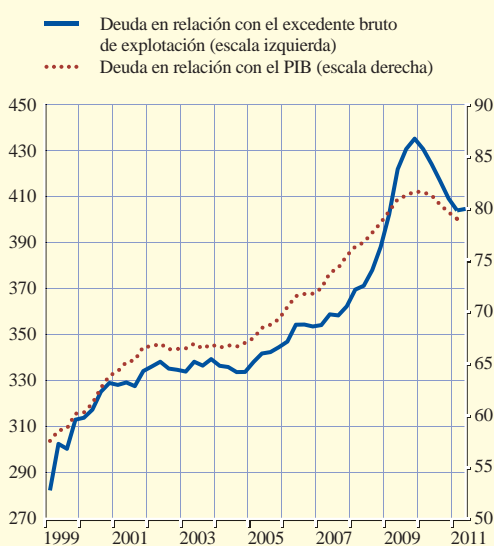
datos hasta el segundo trimestre de 2011. La brecha de financiación (o necesidad de financiación) de las sociedades no financieras —es decir, la diferencia entre los gastos en inversión real y los fondos generados internamente (ahorro bruto)— fue estable, en general, en el segundo trimestre, sobre la base de sumas móviles de cuatro trimestres. Esta brecha se situó en el  $-1,1\%$ , manteniéndose todavía en niveles relativamente reducidos en términos históricos, pese a las señales de normalización observadas en trimestres anteriores, como consecuencia de una formación de capital comparativamente baja y de los fondos generados internamente. Como se aprecia en el gráfico, la inversión real de las empresas (formación bruta de capital fijo) se financió principalmente con fondos internos, de forma que continuó siendo una fuente secundaria de financiación de este sector, aunque la financiación externa repuntó ligeramente. Al mismo tiempo, las adquisiciones netas de activos financieros, incluidas acciones y otras participaciones, aumentaron levemente en el segundo trimestre de 2011.

### POSICIÓN FINANCIERA

Según las estadísticas de las cuentas de la zona del euro, el endeudamiento de las sociedades no financieras prácticamente no se modificó en el segundo trimestre de 2011, manteniéndose en el  $79\%$  en términos de la deuda en relación con el PIB, y en el  $405\%$  en términos de la deuda en relación con el excedente bruto de explotación (véase gráfico 38). Tras el acusado descenso registrado entre finales de 2008 y el primer semestre de 2010, la carga por intereses de las sociedades no financieras ha aumentado desde el segundo semestre de 2010 (véase gráfico 39). Este incremento continuó hasta el tercer trimestre de 2011, si bien a un ritmo más moderado, lo que hizo que la carga por intereses se situara por encima de su media a largo plazo.

**Gráfico 38 Ratios de deuda del sector de sociedades no financieras**

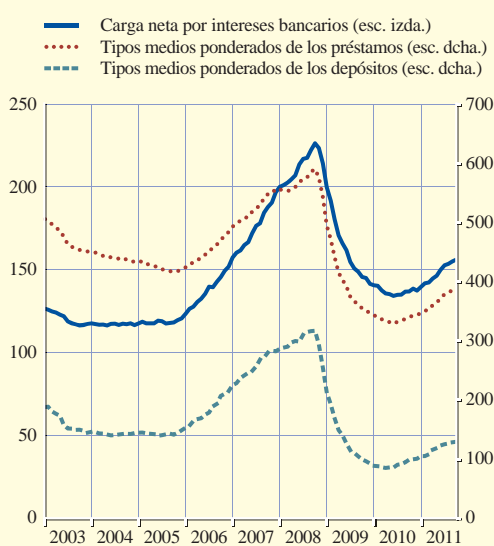
(porcentajes)



Fuentes: BCE, Eurostat y cálculos del BCE.  
Notas: Los datos sobre deuda proceden de las cuentas trimestrales europeas por sectores, e incluyen préstamos, valores distintos de acciones y reservas de los fondos de pensiones.

**Gráfico 39 Carga neta por intereses bancarios de las sociedades no financieras**

(puntos básicos)



Fuente: BCE.  
Nota: La carga neta por intereses bancarios se define como la diferencia entre los tipos medios ponderados de los préstamos y los tipos medios ponderados de los depósitos del sector de sociedades no financieras, y se basa en saldos vivos.

Aunque el proceso de desapalancamiento observado desde finales de 2009 contribuyó a mejorar la posición financiera de las empresas, perdió cierto impulso en el segundo trimestre de 2011, ya que la financiación mediante deuda se recuperó en un entorno de ralentización del crecimiento económico.

#### Recuadro 6

### RESULTADOS DE LA «ENCUESTA SOBRE EL ACCESO A LA FINANCIACIÓN DE LAS PEQUEÑAS Y MEDIANAS EMPRESAS DE LA ZONA DEL EURO»

En este recuadro se presentan los resultados de la quinta ronda de la «Encuesta sobre el acceso a la financiación de las pequeñas y medianas empresas de la zona del euro»<sup>1</sup>. En la encuesta, que se realizó entre el 22 de agosto y el 7 de octubre de 2011, participaron 8.316 empresas, de las que 7.690 (el 92 %) tenían menos de 250 empleados (y, por tanto, se clasifican como pequeñas y medianas empresas — pymes)<sup>2</sup>. En el recuadro se facilita información sobre la situación financiera, las necesidades de financiación y el acceso a la financiación de las pymes de la zona del euro, en comparación con las grandes empresas, en los seis meses anteriores (es decir, de abril a septiembre de 2011)<sup>3</sup>.

#### La situación financiera general de las pymes continuó siendo difícil

La situación financiera de las pymes de la zona del euro siguió siendo complicada, pero menos que en el período comprendido entre septiembre de 2010 y febrero de 2011. En comparación, la de las grandes empresas continuó siendo más favorable. El porcentaje neto de pymes de la zona del euro que señaló que la cifra de negocios había aumentado durante los seis meses previos a la realización de la encuesta se elevó de nuevo, hasta el 9 %, principalmente como consecuencia del mayor ritmo de crecimiento económico en el primer semestre de 2011 (véase gráfico A). Al mismo tiempo, volvieron a indicar, en general, un deterioro de los beneficios, aunque el porcentaje se redujo al 15 % (frente al 21 %). Asimismo, siguieron señalando un incremento de los costes laborales y de otros costes (el 43 % y el 59 %, respectivamente, en términos netos), si bien el ascenso fue menor que en la encuesta anterior. Esta valoración general de aumento de los costes fue compartida por las grandes empresas, que parecieron resultar más afectadas por la progresión de los costes laborales. Sin embargo, en la mayoría de los casos, su situación financiera general pareció ser más sólida que la de las pymes. En conjunto, indicaron nuevamente un crecimiento de los beneficios, aunque inferior al de la ronda anterior de la encuesta (10 %, en comparación con el 25 %), así como un avance de la cifra de negocios (45 %, frente al 49 %).

El porcentaje neto de pymes de la zona del euro que señalaron que su apalancamiento (definido como la ratio entre deuda y activos) había vuelto a disminuir ligeramente experimentó un leve aumento, situándose en el 6 %, frente al 4 % de la encuesta correspondiente al segundo semestre de 2010. Este resultado se debió a la actual necesidad de las pymes de desapalancar los elevados niveles de deuda total, en un entorno de mayor sensibilidad a los riesgos de crédito y a la sostenibilidad general de la deuda. Al mismo tiempo, el porcentaje neto de grandes empresas que indicaron que su apalancamiento se había reducido en los seis meses previos cayó al 7 %, frente al 10 % de la ronda anterior de la encuesta.

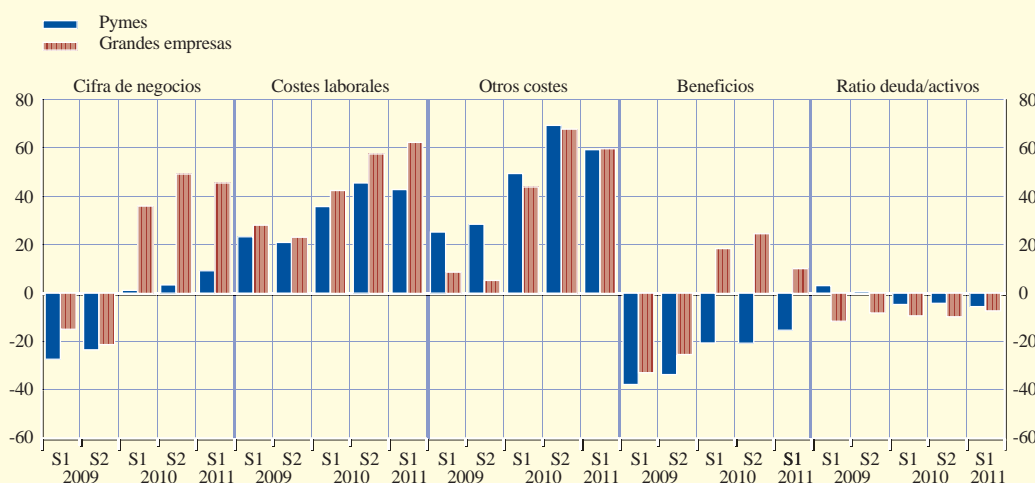
1 Para obtener más información, así como cuadros estadísticos detallados y desgloses adicionales, véase la sección «estadísticas» en la dirección del BCE en Internet <http://www.ecb.int/stats/money/surveys/sme/html/index.en.html>.

2 A diferencia de la ronda anterior de la encuesta, esta ronda incluyó una reducida muestra procedente de los seis países más pequeños de la zona del euro. Los resultados para la zona apenas varían si no se tiene en cuenta dicha muestra.

3 La encuesta anterior se refería al período comprendido entre septiembre de 2010 y febrero de 2011.

**Gráfico A Indicadores de la situación financiera de las empresas de la zona del euro**

(variación con respecto a los seis meses anteriores; porcentaje neto de encuestados)



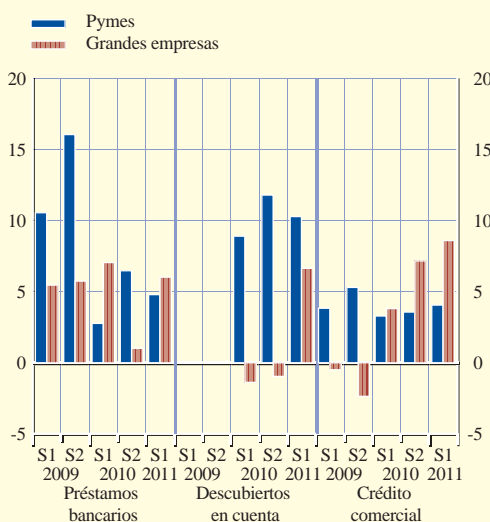
Fuente: Encuesta del BCE y de la Comisión Europea sobre el acceso a la financiación de las pequeñas y medianas empresas de la zona del euro. Nota: El porcentaje neto se refiere a la diferencia entre el porcentaje de empresas que han indicado una mejora de un factor determinado y las que han señalado un deterioro.

**Las necesidades de financiación externa de las pymes de la zona del euro siguieron aumentando, pero en menor medida que en la ronda anterior**

En comparación con la ronda anterior de la encuesta, las pymes de la zona del euro indicaron, en general, que su necesidad de préstamos bancarios no había variado prácticamente (el 5 %, frente al 6 %; véase gráfico B). En cuanto a sus necesidades de realizar descubiertos en cuenta y de líneas de crédito, continuaron señalando un incremento neto, aunque menor que en la ronda anterior (el 10 %, frente al 12 %), mientras que su necesidad de crédito comercial apenas cambió, en términos generales, con respecto a la ronda previa. En cambio, el porcentaje de grandes empresas que indicaron un aumento de sus necesidades de financiación externa fueron mayores, y también más elevado que en la ronda anterior. En concreto, su necesidad de préstamos bancarios se incrementó hasta el 6 % (frente al 1 %), la de crédito comercial, el 9 % (frente al 7 %) y la de descubiertos en cuenta, el 7 % (frente al -1 %).

**Gráfico B Necesidades de financiación externa de las empresas de la zona del euro**

(variación con respecto a los seis meses anteriores; porcentaje neto de encuestados)



Fuente: Encuesta del BCE y de la Comisión Europea sobre el acceso a la financiación de las pequeñas y medianas empresas de la zona del euro.

Notas: El porcentaje neto se refiere a la diferencia entre el porcentaje de empresas que ha indicado un aumento de las necesidades de financiación y las que han señalado una reducción. No se dispone de los datos sobre descubiertos en cuenta (que también incluyen líneas y tarjetas de crédito) correspondientes a las dos primeras rondas de la encuesta.

En cuanto a los factores que afectan a las necesidades de financiación externas de las pymes, apenas se produjeron variaciones con respecto a la ronda anterior de la encuesta, habiendo contribuido la inversión en capital fijo, así como las existencias y el capital circulante, a su ligero aumento. En cambio, el incremento de las necesidades de financiación de las grandes empresas fue atribuible en mayor medida a las existencias y al capital circulante que a la inversión en capital fijo.

### La disponibilidad de financiación externa se deterioró entre abril y septiembre de 2011

Los resultados de la encuesta muestran que el acceso a fuentes de financiación externa, y en particular a préstamos bancarios, continuó deteriorándose, habiendo señalado las pymes un nuevo descenso de la disponibilidad neta de préstamos bancarios (el 14 %, frente al 9 % de la ronda anterior; véase gráfico C). En cuanto a las demás fuentes de financiación externa, como el crédito comercial, las pymes no indicaron un deterioro adicional de su disponibilidad. En cambio, las grandes empresas de la zona del euro señalaron un retroceso más acusado en la disponibilidad de préstamos bancarios (del 6 % al -10 % en términos netos).

En relación con los términos y condiciones de los préstamos financieros, las pymes indicaron un incremento de los tipos de interés aplicados a los mismos y de «otros costes de financiación» y, en general, percibieron un endurecimiento de las condiciones no relacionadas con el precio (es decir, activos de garantía requeridos, compromisos y otras garantías) menor que en los tipos de interés.

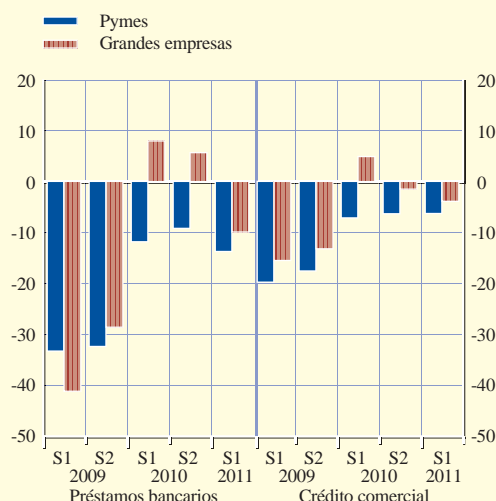
En general, los aspectos relacionados con el «acceso a la financiación» fueron considerados el principal problema por el 16 % de las pymes y por el 11 % de las grandes empresas de la zona del euro, en ambos casos sin variación con respecto a la ronda anterior de la encuesta. El 23 % de las pymes indicó que su mayor problema era, con diferencia, «encontrar clientes», mientras que solo en torno al 15 % señaló que era la «disponibilidad de personal cualificado o de directivos experimentados» o «presiones de la competencia». El principal problema para las grandes empresas era «encontrar clientes», seguido de la «disponibilidad de personal cualificado o de directivos experimentados».

### Las solicitudes de préstamos bancarios tuvieron algo menos de aceptación

Entre abril y septiembre de 2011, el 22 % de las pymes solicitó préstamos bancarios (frente al 25 % en el segundo semestre de 2010, lo que representa el porcentaje más bajo desde que comenzó a realizarse la encuesta), mientras que el 51 % (frente al 46 %) no solicitó préstamos porque consideró que disponía de suficientes fondos internos para cubrir sus necesidades de financiación. El porcentaje de empresas que no solicitó un préstamo por temor a que fuera denegado se mantuvo prácticamente

**Gráfico C Disponibilidad de financiación externa para las empresas de la zona del euro**

(variación con respecto a los seis meses anteriores; porcentaje neto de empresas que han solicitado financiación externa)



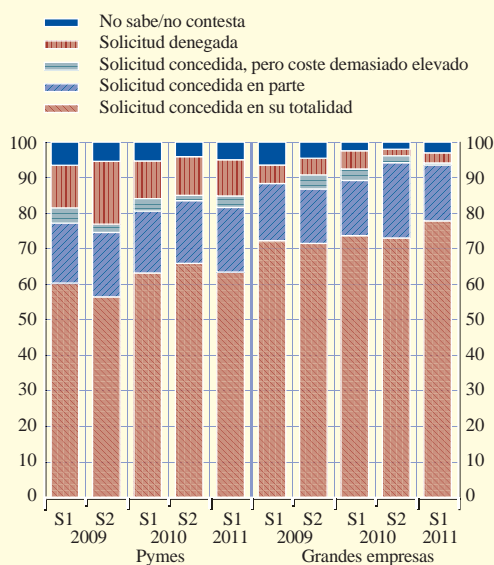
Fuente: Encuesta del BCE y de la Comisión Europea sobre el acceso a la financiación de las pequeñas y medianas empresas de la zona del euro.

Nota: El porcentaje neto se refiere a la diferencia entre el porcentaje de empresas que ha indicado una mejora de la disponibilidad y las que han señalado un deterioro.

estable, en el 6%. Al ser preguntadas por la aceptación real de sus solicitudes de préstamos bancarios, las pymes respondieron que la tasa de solicitudes denegadas (10%) apenas había variado con respecto a la ronda anterior de la encuesta (véase gráfico D). Además, el número de pymes de la zona del euro que señalaron que se les había concedido el total del importe solicitado se redujo ligeramente, hasta el 63% (frente al 66% de la ronda anterior). En comparación con las pymes, las grandes empresas continuaron indicando una menor tasa de solicitudes de préstamos bancarios denegadas (el 3%, frente al 2% de la ronda anterior) y una mayor tasa de aceptación de solicitudes (el 78%, frente al 73%). Las fuentes de financiación alternativas, especialmente el crédito comercial, siguieron pautas similares.

**Gráfico D Resultados de las solicitudes de préstamo de las empresas de la zona del euro**

(variación con respecto a los seis meses anteriores; porcentaje de empresas que han solicitado préstamos bancarios)



Fuente: Encuesta del BCE y de la Comisión Europea sobre el acceso a la financiación de las pequeñas y medianas empresas de la zona del euro.

## 2.7 FLUJOS DE FINANCIACIÓN Y POSICIÓN FINANCIERA DEL SECTOR HOGARES

Las condiciones de financiación de los hogares de la zona del euro se deterioraron ligeramente en el tercer trimestre de 2011. Aunque, en promedio, los tipos de interés de los préstamos concedidos a este sector prácticamente no se modificaron, los criterios de aprobación del crédito se endurecieron considerablemente, en términos netos, en todas las categorías de préstamo. La tasa de crecimiento interanual de los préstamos otorgados por las IFM a los hogares descendió de nuevo y se situó en el 2,2% en octubre, principalmente como consecuencia del crecimiento más débil de los préstamos para adquisición de vivienda. Según las estimaciones, la carga por intereses y la deuda en relación con la renta disponible bruta de este sector básicamente no variaron en el tercer trimestre de 2011.

### CONDICIONES DE FINANCIACIÓN

En general, los costes de financiación del sector hogares de la zona del euro prácticamente no se modificaron en el tercer trimestre de 2011, después de haber aumentado en el primer semestre del año, y las variaciones de los tipos de interés de las distintas categorías de préstamo se compensaron mutuamente. La evolución de los tipos de interés aplicados por las IFM a los préstamos fue, por tanto, algo distinta a la de los tipos de mercado. Los tipos de mercado sin garantías básicamente no experimentaron variaciones, mientras que los tipos con garantías se redujeron en el tercer trimestre. El detalle de los préstamos a este sector por finalidad muestra que, en promedio, los tipos de interés aplicados por las IFM a los nuevos préstamos para adquisición de vivienda apenas registraron modificaciones en el tercer trimestre. Excepto los préstamos hipotecarios a tipo de interés flexible o con períodos de fijación del tipo inicial de corta duración (esto es, hasta un año), en los que se observó un acusado incremento, los tipos de

interés de todas las modalidades de préstamo para adquisición de vivienda se situaron en niveles más bajos que en el trimestre anterior (véase gráfico 40). No obstante, en cierta medida, las cifras de la zona del euro ocultan una heterogeneidad considerable en los distintos países. En octubre, los tipos de interés de los préstamos hipotecarios se mantuvieron, en general, inalterados.

En cambio, en el caso del nuevo crédito al consumo se registraron incrementos de los tipos de interés en todas las categorías de crédito con período de fijación del tipo inicial en el tercer trimestre, el cuarto trimestre consecutivo de subida. En particular, los tipos de interés del crédito al consumo a tipo de interés flexible o con período de fijación del tipo inicial de corta duración se incrementaron de manera acusada, mientras que los aplicados al crédito al consumo con períodos de fijación del tipo inicial de larga duración (esto es, más de cinco años) solo experimentaron un ligero ascenso. Esta evolución revirtió, en parte, en octubre, mes en que los tipos del crédito al consumo se redujeron ligeramente.

Por último, los tipos de interés del crédito para otros fines a los hogares descendieron, en términos agregados, en el tercer trimestre, principalmente a causa de los préstamos con períodos de fijación del tipo inicial de larga duración. Al mismo tiempo, los aumentos observados en los tipos de los préstamos con períodos de fijación del tipo inicial de duración media (es decir, más de un año y hasta cinco años) se vieron contrarrestados por el descenso de los tipos de los préstamos con períodos de fijación del tipo inicial de corta duración.

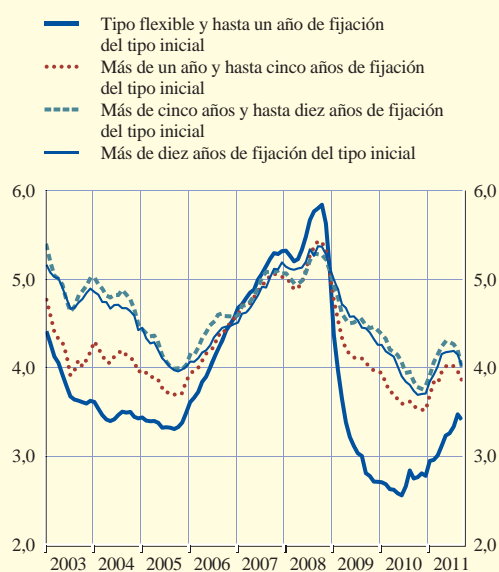
Según los resultados de la encuesta sobre préstamos bancarios de octubre de 2011, en términos netos, las entidades de crédito de la zona del euro endurecieron adicionalmente los criterios de aprobación de los préstamos a hogares, en un contexto de deterioro de las expectativas relativas al entorno económico general, de menor competencia entre entidades de crédito y de aumento de los costes de financiación y disponibilidad de fondos. Las peores perspectivas del mercado de la vivienda también contribuyeron al endurecimiento de los criterios de aprobación de los préstamos para adquisición de vivienda, mientras que la disminución de la solvencia de los consumidores hizo que se endurecieran los criterios aplicados al crédito al consumo y al crédito para otros fines. De cara al futuro, las entidades de la zona del euro esperan que los criterios de aprobación de todas las categorías de préstamo a hogares se endurezcan de nuevo en el cuarto trimestre.

### FLUJOS DE FINANCIACIÓN

El total de préstamos concedidos a los hogares de la zona del euro fue relativamente reducido en el segundo trimestre de 2011 (el último trimestre para el que se dispone de datos procedentes de las cuentas de la zona del euro), reflejando una actividad crediticia moderada tanto en el sector de IFM como en el de instituciones distintas de IFM. En consecuencia, la tasa de crecimiento interanual del total de préstamos

**Gráfico 40 Tipos de interés aplicados por las IFM a los préstamos a hogares para adquisición de vivienda**

(porcentajes; excluidas comisiones; tipos de interés de las nuevas operaciones)



Fuente: BCE.

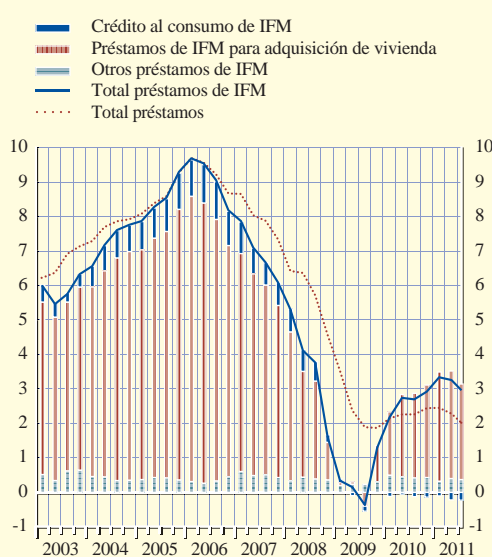
otorgados a este sector se redujo ligeramente y se situó en el 2,3 %, desde el 2,5 % del primer trimestre. La tasa de crecimiento interanual del total de préstamos concedidos por las IFM a los hogares (sin ajustar de ventas y titulizaciones de préstamos) cayó hasta el 3,3 % al final del segundo trimestre, frente al 3,4 % registrado al final del trimestre anterior. Aunque las ventas y titulizaciones de préstamos, que con frecuencia hacen que los préstamos a hogares se desplacen entre el sector de IFM y el de instituciones distintas de IFM, siguieron siendo moderadas en el segundo trimestre, esto no evitó que la tasa de crecimiento interanual de los préstamos concedidos por instituciones distintas de IFM a los hogares volviera a descender y se situara en el -3,1 %, desde el -2,3 % del trimestre precedente. Por tanto, los préstamos otorgados por instituciones distintas de IFM continuaron la tendencia a la baja observada desde mediados de 2009. Las estimaciones para el tercer trimestre de 2011 muestran que el total de préstamos a este sector siguió disminuyendo (véase gráfico 41).

Si se consideran los datos de las IFM disponibles para el tercer trimestre y octubre, el crecimiento de los préstamos a los hogares siguió siendo relativamente reducido. La tasa de crecimiento interanual de los préstamos concedidos por este sector a los hogares se redujo de nuevo y se situó en el 3 % en el tercer trimestre, reflejo de la moderación observada en los flujos trimestrales de préstamos a los hogares. Esto fue consecuencia, en cierta medida, de unos niveles relativamente elevados de operaciones de titulización de préstamos a hogares en algunos países, especialmente en julio. No obstante, si los datos se ajustan por el impacto de las ventas y titulizaciones de préstamos, la tasa de crecimiento interanual de los préstamos de las IFM a los hogares todavía disminuyó, lo que indica atonía en las actividades de originación de préstamos. En octubre, la tasa de crecimiento interanual de los préstamos concedidos por las IFM de la zona del euro a los hogares (ajustada de ventas y titulizaciones de préstamos) se situó en el 2,5 % (para más detalles, véase la sección 2.1), lo que representa un descenso de 0,5 puntos porcentuales desde el final del segundo trimestre.

El descenso observado en la tasa de crecimiento interanual de los préstamos de las IFM a los hogares en el tercer trimestre fue atribuible, fundamentalmente, a los reducidos flujos trimestrales registrados en los préstamos para adquisición de vivienda, probablemente relacionados con la moderación del crecimiento y con el deterioro de las perspectivas del mercado de la vivienda. La tasa de crecimiento interanual de los préstamos para adquisición de vivienda otorgados por las IFM (ajustada de ventas y titulizaciones de préstamos) cayó hasta el 3,4 % en septiembre (frente al 3,9 % de junio), antes de volver a disminuir y situarse en el 3,3 % en octubre. No obstante, la mayor parte del crédito concedido por las IFM a los hogares fueron préstamos para adquisición de vivienda. El crédito al consumo también contribuyó al retroceso de la tasa de crecimiento total, con flujos considerablemente negativos en el tercer trimestre

**Gráfico 41 Total de préstamos concedidos a los hogares**

(tasas de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales; fin de trimestre)



Fuente: BCE.

Notas: El total de préstamos comprende los préstamos a hogares concedidos por todos los sectores institucionales, incluido el resto del mundo. El total de préstamos concedidos a los hogares en el tercer trimestre de 2011 se ha estimado a partir de las operaciones que figuran en las estadísticas monetarias y bancarias. Para más información sobre las diferencias en el cálculo de las tasas de crecimiento entre préstamos de las IFM y total de préstamos, véanse las notas técnicas pertinentes.

y una tasa de crecimiento interanual del  $-1,9\%$  en septiembre, prácticamente sin variaciones con respecto a junio. Por último, la tasa de crecimiento interanual del crédito a hogares, para otros fines, que principalmente incluye préstamos a empresarios individuales y a sociedades sin personalidad jurídica, básicamente tampoco registró apenas cambios y fue del  $2,3\%$  en septiembre. Las tasas de crecimiento interanual del crédito al consumo y del crédito para otros fines a hogares básicamente no se modificaron en octubre.

Si se consideran las causas subyacentes de la relativa debilidad del crecimiento del crédito de las IFM a los hogares, la encuesta sobre préstamos bancarios de octubre de 2011 pone en evidencia una contracción significativa de la demanda neta de todas las categorías de préstamo por parte de este sector. Esta evolución debe considerarse en un contexto de disminución considerable de la confianza de los consumidores que probablemente sea reflejo de la preocupación de los hogares por que la crisis de la deuda soberana de la zona del euro se propague a la economía real. Además, el deterioro de las perspectivas del mercado de la vivienda ha influido en el crédito hipotecario, mientras que el hecho de que los hogares gastaran menos en bienes de consumo duradero contribuyó a la reducción de la demanda de crédito al consumo en el tercer trimestre de 2011. De cara al futuro, las entidades de crédito esperan un nuevo descenso de la demanda neta de préstamos para adquisición de vivienda y de crédito al consumo en el cuarto trimestre de 2011.

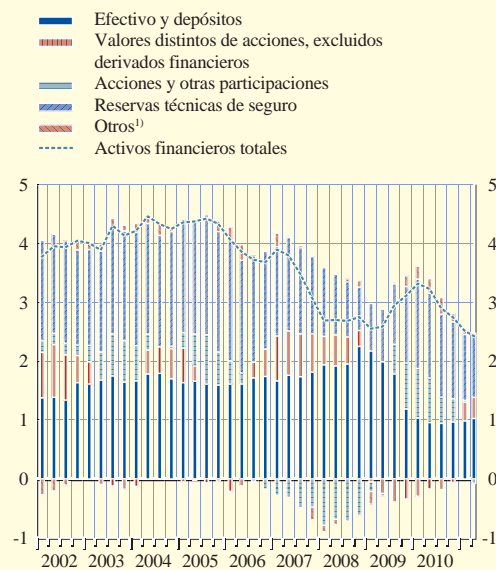
Por lo que se refiere al activo del balance del sector hogares de la zona del euro, la tasa de crecimiento interanual de la inversión financiera total se mantuvo básicamente sin variación en el segundo trimestre de 2011, en el  $2,4\%$ , tras haber disminuido durante tres trimestres consecutivos (véase gráfico 42). Esto fue consecuencia de una evolución prácticamente similar de los distintos subcomponentes. La tendencia negativa observada desde mediados de 2010 en el caso de las acciones y otras participaciones continuó, reflejando la reticencia de los hogares a mantener activos de riesgo en un contexto de aumento de la incertidumbre en los mercados financieros. La contribución de las reservas técnicas de seguro a la tasa de crecimiento interanual de la inversión financiera total de los hogares también se redujo, aunque siguió siendo altamente positiva en el trimestre de referencia. Al mismo tiempo, la contribución de las tenencias de efectivo y depósitos y de los valores distintos de acciones (excluidos derivados financieros) volvió a aumentar gradualmente, beneficiándose de la preferencia por activos líquidos y de menor riesgo. No obstante, es probable que las tensiones que se produjeron en los mercados financieros en el tercer trimestre de 2011 hayan tenido un impacto considerable en la inversión financiera de los hogares, incrementando adicionalmente su preferencia por instrumentos monetarios y su aversión a los valores.

### POSICIÓN FINANCIERA

Se estima que la deuda en relación con la renta bruta disponible de los hogares se situó en el  $99,7\%$  en el tercer trimestre de 2011 (véase gráfico 43), prácticamente sin cambios desde mediados de 2010, y la

**Gráfico 42 Inversión financiera de los hogares**

(tasas de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales)



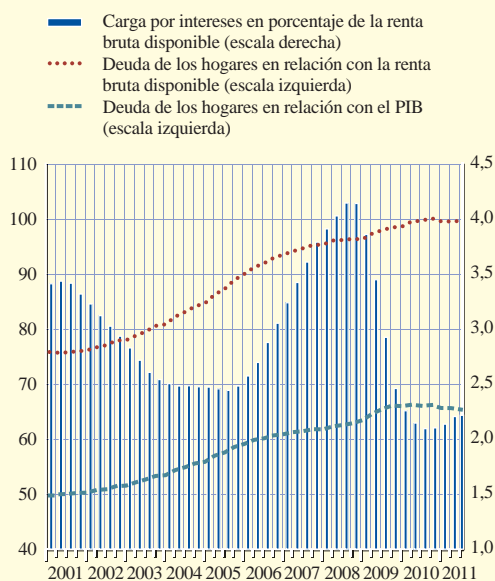
Fuentes: BCE y Eurostat.  
1) Incluye préstamos y otras cuentas pendientes de cobro.



renta bruta disponible de este sector volvió a aumentar a un ritmo similar al de su deuda total. Según las estimaciones, la carga por intereses de los hogares se situó en el 2,1 % de la renta bruta disponible en el tercer trimestre de 2011, lo que representa un ligero aumento con respecto a los niveles observados en el verano de 2010. Con todo, la carga por intereses de los hogares sigue siendo relativamente reducida en términos históricos. Se estima que la deuda en relación con el PIB de este sector se redujo ligeramente en el trimestre de referencia y se situó en el 65,4 %, frente al 65,7 % del trimestre anterior.

**Gráfico 43 Endeudamiento y carga por intereses de los hogares**

(porcentajes)



Fuentes: BCE y Eurostat.

Notas: La deuda de los hogares comprende el total de préstamos a los hogares concedidos por todos los sectores institucionales, incluido el resto del mundo. La carga por intereses no incluye todos los costes financieros de los hogares, ya que excluye las comisiones por servicios financieros. Los datos del último trimestre que figuran en el gráfico se han estimado en parte.

### 3 PRECIOS Y COSTES

Según el avance de Eurostat, la inflación interanual de la zona del euro medida por el IAPC fue del 3 % en noviembre de 2011, la misma tasa que en los dos meses anteriores. Las tasas de inflación se han situado en niveles elevados desde finales del año pasado, debido, principalmente, a la subida de los precios de la energía y de otras materias primas. De cara al futuro, es probable que se mantengan por encima del 2 % en los próximos meses, antes de caer por debajo del 2 %. Este patrón refleja la expectativa de que, en un entorno de crecimiento más débil en la zona del euro y a escala mundial, las presiones sobre los precios, los salarios y los costes subyacentes en la zona del euro también deberían seguir siendo moderadas. Las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro de diciembre de 2011 incorporan estas consideraciones y prevén que la inflación interanual medida por el IAPC se sitúe en un intervalo comprendido entre el 2,6 % y el 2,8 % en 2011, entre el 1,5 % y el 2,5 % en 2012, y entre el 0,8 % y el 2,2 % en 2013. Los riesgos para las perspectivas de evolución de los precios a medio plazo siguen estando, en general, equilibrados.

#### 3.1 PRECIOS DE CONSUMO

Según el avance de Eurostat, la inflación interanual de la zona del euro medida por el IAPC permaneció estable en noviembre de 2011, situándose en el 3 % por tercer mes consecutivo (véase cuadro 7). La inflación se ha mantenido en niveles elevados desde finales de 2010, impulsada principalmente por las fuertes tasas de crecimiento interanual de los precios de la energía y de los alimentos, atribuibles a los repuntes anteriores de los precios mundiales de las materias primas. En algunas economías de la zona del euro, los aumentos de los impuestos indirectos y de los precios administrados también contribuyeron a la subida de las tasas de inflación general. En julio y agosto, la inflación medida por el IAPC se mantuvo en el 2,5 %, antes de aumentar de nuevo hasta el 3 % en septiembre. Este incremento no solo reflejó el efecto estadístico cada vez más débil de las nuevas normas sobre el tratamiento de los productos de temporada en el IAPC<sup>1</sup>, sino también una verdadera presión al alza en las fases posteriores de la cadena de producción. El hecho de que, en los próximos meses, se materialicen o no nuevas presiones latentes —principalmente en los precios de los bienes industriales no energéticos— dependerá en gran medida de las condiciones de la demanda. En las primeras fases de la cadena de producción,

1 Para más detalles, véase el recuadro titulado «Cambios metodológicos en la elaboración del IAPC y su impacto sobre los datos más recientes», *Boletín Mensual*, BCE, abril de 2011.

**Cuadro 7 Evolución de los precios**

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

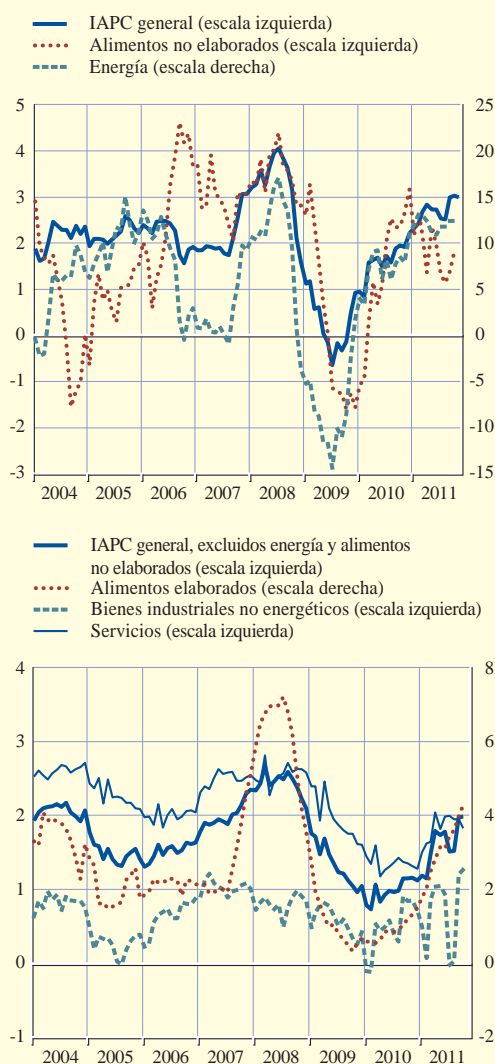
	2009	2010	2011 Jun	2011 Jul	2011 Ago	2011 Sep	2011 Oct	2011 Nov
<b>IAPC y sus componentes</b>								
Índice general <sup>1)</sup>	0,3	1,6	2,7	2,5	2,5	3,0	3,0	3,0
Energía	-8,1	7,4	10,9	11,8	11,8	12,4	12,4	.
Alimentos no elaborados	0,2	1,3	2,0	1,3	1,1	1,4	1,8	.
Alimentos elaborados	1,1	0,9	3,1	3,4	3,6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

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

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

**Gráfico 44 Desagregación del IAPC por principales componentes**

(tasas de variación interanual; datos mensuales)



Fuente: Eurostat.

las presiones sobre los precios han seguido relajándose y, con el tiempo, se espera que esto contribuya a una moderación gradual de las tasas de inflación general.

Dadas las tensiones existentes en los mercados de deuda soberana, las perspectivas económicas de la zona del euro están sujetas actualmente a una elevada incertidumbre. En lo que respecta a las expectativas, los expertos en previsión económica han desarrollado métodos para tener en cuenta los aumentos de la incertidumbre. En el recuadro 7 se comparan las revisiones de las previsiones de la encuesta a expertos en previsión económica más reciente con la correspondiente al cuarto trimestre de 2008.

En octubre, el último mes para el que se dispone de una desagregación oficial del IAPC, la tasa de variación interanual del componente energético se situó en el 12,4%, por lo que se mantuvo en niveles de dos dígitos por undécimo mes consecutivo (véase gráfico 44). Esta elevada tasa de variación interanual es atribuible, principalmente, al acusado incremento de los precios del crudo (equivalente a más del 25%) que se observó a finales de 2010 y principios de 2011. Desde abril de 2011, la inflación de los precios de la energía en la zona del euro solo ha registrado un incremento ligeramente inferior al 1%. Asimismo, los precios del petróleo en euros se han mantenido, en general, constantes desde marzo, fluctuando en torno a un nivel ligeramente superior a 80 euros por barril. Las subidas más fuertes se observaron en los subcomponentes relacionados más estrechamente con el petróleo, a saber, los combustibles para transporte y para calefacción, que registraron tasas del 14,1% y del 24,1%, respectivamente. Los precios

de los demás subcomponentes principales de la energía, como el gas y la electricidad, suelen seguir las tendencias de los precios del petróleo con cierto desfase. Por tanto, a pesar de la estabilidad general de los precios del petróleo en euros durante los últimos seis meses, continúa la presión al alza sobre los precios de estos subcomponentes. En octubre, los precios del gas natural crecieron a una tasa interanual del 10,1%. La variación en los precios del gas natural en la zona del euro tiende a concentrarse en cuatro meses del año (enero, abril, julio y octubre), registrándose en esos meses unos dos tercios de esta variación. Debido a la manera en la que se establecen los precios del gas natural en Europa —los precios de las importaciones del gas están principalmente indicados, con cierto desfase, a los precios del petróleo— es probable que los precios de consumo del gas natural sigan aumentando en la primera mitad de 2012.

Recuadro 7

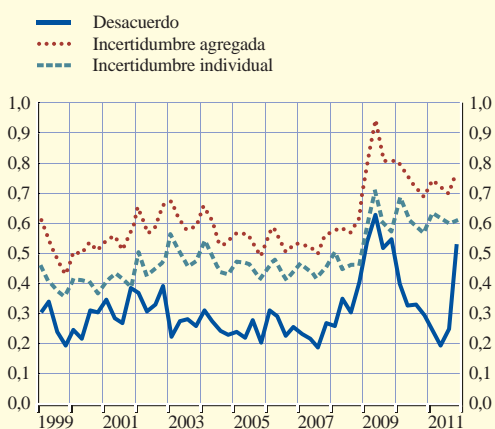
**REVISIONES DE LAS PREVISIONES DE LA ENCUESTA DEL BCE A EXPERTOS EN PREVISIÓN ECONÓMICA: COMPARACIÓN DE LA ENCUESTA DE FINALES DE 2011 CON LA DE FINALES DE 2008**

Debido a las tensiones existentes en los mercados de deuda soberana, las perspectivas económicas de la zona del euro están sujetas actualmente a una elevada incertidumbre. De hecho, las medidas de desacuerdo e incertidumbre de la encuesta del BCE a expertos en previsión económica (EPE) se sitúan en la actualidad en niveles relativamente altos (véase gráfico A). Sin embargo, los indicadores de la volatilidad implícita en los mercados de renta variable (por ejemplo, el VSTOXX® y el VIX®)<sup>1</sup> sugieren que el actual grado de incertidumbre es significativamente menor que a finales de 2008, cuando la intensificación de las tensiones en los mercados financieros dio lugar a una incertidumbre excepcionalmente elevada. Los expertos en previsión económica pueden tener en cuenta los aumentos de la incertidumbre incorporándolos directamente en sus perspectivas de referencia o reconociéndolos en las valoraciones de los riesgos que rodean a esas perspectivas. En este contexto, este recuadro presenta una comparación entre las revisiones de las previsiones de la EPE más reciente y las correspondientes al cuarto trimestre de 2008. La comparación se centra en las expectativas de crecimiento del PIB real y de inflación para el año en curso y a un año vista.

1 Los índices de volatilidad EURO STOXX 50® Volatility (VSTOXX®) reflejan las expectativas del mercado en cuanto a la volatilidad de corto a largo plazo del índice EURO STOXX 50®, que incluye una selección de empresas de mayor capitalización bursátil de la zona del euro líderes en su sector. El índice CBOE Volatility Index® (VIX®) es una medida similar disponible para varios horizontes futuros, que se basa en el índice S&P 500®, que incluye a las empresas más importantes del mercado de renta variable de Estados Unidos. Estas medidas de volatilidad implícita se basan en los precios de las opciones sobre índices subyacentes.

**Gráfico A Desacuerdo e incertidumbre en torno a las previsiones de la EPE sobre el crecimiento del PIB real a un año vista**

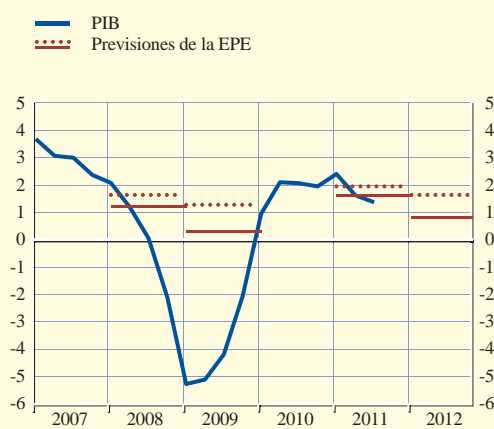
(puntos porcentuales)



Fuente: Cálculos del BCE.  
Nota: El desacuerdo se define como la desviación típica de las previsiones puntuales. La incertidumbre individual se define como la desviación típica media de las funciones de densidad individuales de las previsiones, mientras que la incertidumbre agregada se define como la desviación típica de la distribución de probabilidad agregada.

**Gráfico B Crecimiento del PIB real en la zona del euro y previsiones de la EPE**

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat y BCE.  
Nota: Las líneas continuas de color rojo relativas a 2008-2009 y a 2011-2012 hacen referencia a las previsiones proporcionadas en las encuestas correspondientes al cuarto trimestre de 2008 y de 2011, mientras que las líneas de puntos hacen referencia a las previsiones proporcionadas en las encuestas correspondientes al tercer trimestre de 2008 y 2011.

### Expectativas de crecimiento del PIB real

El patrón observado en las revisiones de las perspectivas a corto plazo del crecimiento económico es muy similar en las dos encuestas analizadas. En ambos casos, el crecimiento interanual del PIB real se situó en torno al 1,5% en el segundo trimestre, según las últimas cifras disponibles<sup>2</sup>. En la encuesta de finales de 2008, los encuestados, en promedio, revisaron a la baja sus previsiones para el crecimiento del PIB real en 0,4 puntos porcentuales para el año en curso y en 1 punto porcentual a un año vista. En comparación, en la encuesta de finales de 2011 se efectuaron revisiones ligeramente menores, de 0,3 puntos porcentuales y de 0,8 puntos porcentuales, respectivamente (véase gráfico B).

También es interesante examinar las revisiones de las valoraciones de los riesgos efectuadas en las dos encuestas. En ambos casos, el porcentaje de encuestados que consideraban que los riesgos para las previsiones eran a la baja para el año en curso disminuyó en la encuesta correspondiente al cuarto trimestre en comparación con la encuesta del tercer trimestre. En cambio, a un año vista, las revisiones de las valoraciones de los riesgos adoptaron direcciones opuestas: en la encuesta de finales de 2008, los resultados que antes habían mostrado opiniones, en general, neutrales pasaron a indicar que la mayoría de encuestados consideraban que los riesgos eran bajistas (a pesar de la significativa revisión a la baja de las perspectivas de referencia), mientras que en la encuesta de finales de 2011 los resultados que antes habían indicado que la mayoría consideraba que los riesgos eran bajistas pasaron a mostrar opiniones, en general, neutrales (véase cuadro 1). Esto podría reflejar el *shock* de incertidumbre mayor e históricamente sin precedentes, observado en 2008, que los encuestados abordaron incorporando inicialmente sus preocupaciones en las valoraciones de los riesgos en mayor medida que en las perspectivas de referencia. Además, tal vez la experiencia adquirida durante los tres años de tensiones en los mercados financieros y el prolongado período transcurrido hasta que se intensificó la crisis de la deuda soberana habría llevado a los encuestados de la encuesta de finales de 2011 a considerar que el impacto era más inminente en lo que respecta a las revisiones de referencia. Por último, el *shock* de incertidumbre observado en 2011 podría dar lugar a resultados futuros, cuya probabilidad es difícil de calcular, ya que dependerán, en gran medida, de la manera en que se resuelva la crisis de la deuda soberana en la zona del euro.

La diferencia entre las valoraciones de los riesgos también queda patente en la probabilidad asignada a lo que podría percibirse ex ante como riesgo de cola, esto es, un crecimiento negativo del PIB real en el conjunto del año. En la encuesta de finales de 2008, la probabilidad agregada asignada a una

2 Cuando se realizó la EPE correspondiente al cuarto trimestre de 2008, la última cifra disponible sobre el crecimiento del PIB real en el segundo trimestre era del 1,4%, que fue posteriormente revisada a la baja, hasta el 1,2%. En la encuesta correspondiente al cuarto trimestre de 2011, la última cifra disponible sobre el crecimiento del PIB real en el segundo trimestre era del 1,6%.

**Cuadro A Valoración de los riesgos para las perspectivas de crecimiento del PIB real**

Opiniones sobre los riesgos para las previsiones <sup>1)</sup>	Encuesta					
	III 2008	IV 2008	III 2011	IV 2011		
Horizonte de la encuesta	2008	-26	-14	2011	-13	-9
	2009	1	-19	2012	-6	3
Probabilidad de crecimiento anual negativo a un año vista	III 2008	IV 2008	III 2011	IV 2011		
	Horizonte de la encuesta	2009	1%	29%	2012	2%

1) Las cifras indican la diferencia entre a) el número de encuestados cuyas previsiones puntuales se sitúan por debajo de la media de su distribución de probabilidad (lo que indica riesgos alcistas) y b) el número de encuestados cuyas previsiones puntuales se sitúan por encima de la media (lo que indica riesgos bajistas). Un número positivo indica que los riesgos se inclinan al alza.

tasa de crecimiento anual negativo medio a un año vista fue del 29%, frente al porcentaje casi nulo de la encuesta anterior, mientras que en la encuesta de finales de 2011 fue solo del 11%, frente a un porcentaje próximo cero en la encuesta anterior.

### Expectativas de inflación

Las revisiones de la previsión media de la inflación fueron más moderadas en la encuesta de finales de 2011 que en la de finales de 2008. En esta última, las previsiones fueron revisadas a la baja en 0,2 puntos porcentuales para el año en curso y en 0,4 puntos porcentuales a un año vista, mientras que en la encuesta de finales de 2011, no hubo ninguna revisión de las previsiones correspondientes al año en curso y se realizó una revisión a la baja de solo 0,2 puntos porcentuales en las previsiones a un año vista (véase gráfico C). La razón principal de esta diferencia se debe a que, en la encuesta de finales de 2008, la senda esperada de los precios del petróleo en dólares estadounidenses se revisó a la baja de forma más pronunciada que en la encuesta de finales de 2011, y la expectativa de una depreciación del euro tuvo un efecto de compensación menor que en la encuesta de finales de 2011. Asimismo, en la encuesta de finales de 2008, el crecimiento esperado de la remuneración por asalariado se revisó a la baja de forma más pronunciada que en las últimas encuestas. Finalmente, en la encuesta de finales de 2011, los encuestados señalaron una presión al alza cada vez mayor sobre la inflación procedente de los impuestos indirectos, un factor que no era preponderante en 2008.

Las revisiones de las valoraciones de los riesgos también fueron diferentes en las dos encuestas analizadas. En la encuesta de finales de 2008, las opiniones sobre los riesgos para las perspectivas de inflación permanecieron prácticamente inalteradas (en general, a la baja) para el año en curso, mientras que aumentó el número de encuestados que opinaban que los riesgos eran bajistas a un año vista. En cambio, en la encuesta de finales de 2011 las opiniones sobre los riesgos pasaron de ser mayoritariamente a la baja a ser mayoritariamente al alza para el año en curso, mientras que, a un año vista, las respuestas apenas se modificaron, es decir, la mayoría consideraba que los riesgos eran a la baja (véase cuadro 2).

### Gráfico C Inflación de la zona del euro medida por el IAPC y previsiones de la EPE

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat y BCE.

Nota: Las líneas continuas de color rojo relativas a 2008-2009 y a 2011-2012 hacen referencia a las previsiones proporcionadas en las encuestas correspondientes al cuarto trimestre de 2008 y de 2011, mientras que las líneas de puntos hacen referencia a las previsiones proporcionadas en las encuestas correspondientes al tercer trimestre de 2008 y 2011.

### Cuadro B Valoración de los riesgos para las perspectivas de inflación

	Encuesta			
	III 2008	IV 2008	III 2011	IV 2011
<b>Opiniones sobre los riesgos para las previsiones<sup>1)</sup></b>				
Horizonte de la encuesta	2008	-10	2011	-23
	2009	-2	2012	-8
		-7		7
		-14		-9

1) Las cifras indican la diferencia entre a) el número de encuestados cuyas previsiones puntuales se sitúan por debajo de la media de su distribución de probabilidad (lo que indica riesgos alcistas) y b) el número de encuestados cuyas previsiones puntuales se sitúan por encima de la media (lo que indica riesgos bajistas). Un número positivo indica que los riesgos se inclinan al alza.

## Conclusión

En lo que se refiere a los elevados niveles de incertidumbre, se observan algunas similitudes entre el entorno económico de finales de 2008 y el de finales de 2011. Sin embargo, los resultados de la EPE correspondiente al cuarto trimestre de estos años ofrecen evidencia cuantitativa de similitudes y diferencias en las revisiones de las previsiones de referencia y de las valoraciones de los riesgos. Si bien en el caso del crecimiento del PIB real, las revisiones medias a la baja de las perspectivas de referencia fueron de una magnitud similar en las dos encuestas, en el caso de la inflación fueron claramente más moderadas en la encuesta de finales de 2011. Las revisiones de las valoraciones de los riesgos también variaron, con más encuestados que señalaban riesgos bajistas en la encuesta de finales de 2008, tanto en el crecimiento del PIB real como en la inflación. Estas diferencias podrían reflejar dos factores. En primer lugar, es posible que los expertos en previsión económica hayan aprendido a abordar mejor los *shocks* de incertidumbre y tiendan a incorporarlos directamente en las revisiones de las perspectivas de referencia en lugar de en las revisiones de las valoraciones de los riesgos. En segundo lugar, es posible que el *shock* de incertidumbre observado en 2011 no se preste a la cuantificación en términos del riesgo probabilístico, ya que los resultados futuros dependerán, en gran medida, de las decisiones políticas con respecto a la resolución de la crisis de la deuda soberana en la zona del euro, cuyas consecuencias podrían dar lugar a escenarios al alza y a la baja con respecto a la referencia.

La relación entre los precios del petróleo y los precios de la electricidad es más desfasada y menos clara cuando se compara con los demás subcomponentes de la energía. Esto se debe al hecho de que la electricidad puede generarse empleando una variedad de insumos y solo algunos están correlacionados con los precios del petróleo. Sin embargo, la tasa de variación interanual de los precios de la electricidad ha experimentado un acusado incremento desde finales de 2010, desde el 2,7% registrado en diciembre hasta el 7,5% de octubre de 2011. Los datos más recientes indican que es posible que se produzcan nuevos incrementos en estos componentes en la primera mitad de 2012, especialmente en enero.

Reflejando la evolución de los precios internacionales de las materias primas alimenticias, la tasa de crecimiento interanual del total de precios de los alimentos (incluidos el alcohol y el tabaco) aumentó de forma constante durante 2011, desde el 1,9% registrado en enero hasta el 3,3% de octubre, la tasa más elevada desde diciembre de 2008. Esta tendencia al alza obedece a una combinación de factores, incluidos efectos de base al alza procedentes de la evolución de los precios de los alimentos un año antes, la transmisión de los incrementos en los precios de las materias primas alimenticias en los mercados internacionales desde mediados de 2010, las adversas condiciones meteorológicas que afectaron a determinadas partidas del componente de alimentos no elaborados (en particular a la carne, la fruta y las verduras) y, más recientemente, a un repunte de los precios del tabaco, debido, en gran medida, a los aumentos de los impuestos indirectos en algunos países. Las presiones inflacionistas subyacentes procedentes de las subidas de los precios internacionales de las materias primas alimenticias se mantuvieron en un nivel elevado. Por ejemplo, la tasa de inflación interanual del componente de alimentos elaborados (excluido el tabaco) ha aumentado nuevamente, impulsada por aquellos productos que utilizan materias primas en mayor medida, como los productos lácteos, el aceite y las grasas y, en especial, el café y el té. Aunque las últimas partidas mencionadas representan solo el 0,4% de la cesta del IAPC, crecieron a una tasa interanual del 13,4% en octubre de 2011. La evolución de los precios industriales también respalda la valoración de que siguen existiendo elevadas presiones latentes sobre la cadena de producción alimenticia. Los precios de producción de los alimentos crecieron a una tasa interanual del 6% en octubre, tras registrar un 6,4% en el mes anterior, pero sigue siendo una tasa mucho más elevada que la media histórica del 1,7% observada desde 1999.

Si se excluyen los alimentos y la energía, que representan cerca del 30% de la cesta del IAPC, la inflación interanual medida por el IAPC se mantuvo estable durante la mayor parte de 2011, y se situó en el 1,6% en octubre, después de descender temporalmente hasta el 1,2% en julio y agosto. La inflación medida por el IAPC, excluidos los alimentos y la energía, está determinada fundamentalmente por factores internos, como los salarios, los márgenes y los impuestos indirectos, y tiene dos componentes principales, a saber, los bienes industriales no energéticos y los servicios, cuya evolución ha sido muy diferente.

Entre el segundo trimestre de 2010 y el final del año, la inflación de los bienes industriales no energéticos siguió una tendencia alcista, como consecuencia de los efectos de base al alza y de una secuencia de incrementos intermensuales. Estos incrementos reflejaron cierta transmisión de la depreciación del tipo de cambio y de las subidas de los precios de las materias primas, así como al aumento de los impuestos, pero los precios se vieron limitados por una demanda reducida, aunque en aumento, y un crecimiento moderado de los salarios. La evolución de los precios de las materias primas (en euros) y los moderados aumentos salariales, junto con las mejoras adicionales en las condiciones de la demanda y los cambios fiscales, han continuado afectando a la evolución de la inflación del componente de bienes industriales no energéticos en 2011; las tasas de variación han sido bastante volátiles desde principios del año, como consecuencia de las nuevas normas sobre el tratamiento de los productos de temporada en el IAPC. La inflación de los bienes industriales no energéticos descendió hasta el 0,5% en enero y hasta el 0,1% en febrero de 2011; posteriormente, repuntó y, de marzo a junio, registró tasas en torno al 1%, antes de volver a descender en julio y agosto hasta el 0% y aumentar hasta superar el 1% en septiembre y octubre. Esta volatilidad fue atribuible, en gran parte, al subcomponente de bienes de consumo semiduradero (artículos de vestir, productos textiles, libros, etc.), mientras que la evolución de los otros dos subcomponentes, esto es, bienes de consumo duradero (automóviles, muebles, aparatos electrónicos, etc.) y bienes de consumo no duradero (suministro de agua, productos farmacéuticos, periódicos, etc.) se mantuvo más estable.

Desde septiembre de 2010 hasta junio de 2011, la tasa de variación interanual de los precios de los bienes de consumo duradero osciló en torno al 0,3%, antes de descender hasta niveles próximos a cero en los meses comprendidos entre julio y octubre. La evolución de este subcomponente está influida, en gran parte, por la tasa de variación interanual de los precios de los automóviles, que pasó a ser positiva en julio de 2010 por primera vez desde la primavera de 2009. En junio de 2011 había aumentado hasta el 1,3% y ha estado fluctuando en torno al 1% desde entonces. Un nuevo descenso de los precios de algunos aparatos eléctricos y electrónicos de consumo ha contrarrestado el impacto de las subidas de los precios de los automóviles en la inflación de los bienes de consumo duradero.

La inflación de los bienes de consumo no duradero se mantuvo próxima al 1% en 2010 y aumentó hasta el 1,5% en el segundo trimestre de 2011. Posteriormente, cayó por debajo del 1% en el periodo comprendido entre julio y octubre, lo que refleja un descenso en las tasas de variación interanual de los precios de diversas partidas como resultado del crecimiento moderado de la demanda.

La evolución de los precios de los bienes de consumo semiduradero está determinada, normalmente, por las rebajas de temporada bianuales (de invierno y de verano). En el cuarto trimestre de 2010 la inflación de los bienes de consumo semiduradero aumentó hasta situarse en el 0,9%, lo que refleja subidas de los precios de determinadas partidas, como artículos de vestir y del calzado, así como piezas de repuesto para automóviles. En 2011, los precios de estos productos han sido muy volátiles, debido a la introducción de las nuevas normas sobre el tratamiento de los productos de temporada en el IAPC, que provocó una distorsión a la baja en las tasas de variación interanual de los precios de los artículos de vestir y del calzado tanto en enero y febrero, como en julio y agosto. Más concretamente,



la inflación de los bienes de consumo semiduradero descendió hasta el  $-1,2\%$  en febrero; posteriormente, repuntó hasta situarse en el  $1,5\%$  en mayo, antes de volver a caer por debajo del  $-1\%$  en julio y agosto y de volver a aumentar hasta niveles próximos al  $2\%$  en septiembre y octubre. Las recientes tasas de inflación interanual más elevadas de este subcomponente pueden atribuirse a los efectos cada vez más débiles de las nuevas normas, así como al verdadero aumento de las presiones sobre los precios que afectaron a varias partidas.

La inflación de los precios de los servicios aumentó notablemente en la primera mitad de 2011, desde una tasa interanual del  $1,5\%$  registrada en enero de 2011 hasta situarse en torno al  $2\%$  en los siguientes meses, antes de descender hasta el  $1,8\%$  en octubre. Este patrón consistente en una tendencia al alza seguida de cierta estabilización o incluso debilitamiento de las tasas de variación interanual se observa en todos los principales subcomponentes de los servicios, a excepción de los servicios de comunicaciones. Los servicios que más contribuyeron al aumento de la tasa de variación interanual de los precios de los servicios en la primera mitad del año fueron los servicios recreativos y personales, así como el transporte. Los fuertes incrementos de los precios de las vacaciones organizadas y los servicios de alojamiento —como consecuencia, entre otros motivos, de que las vacaciones de Semana Santa y de Pentecostés no fueron en las mismas fechas que el año pasado— fueron el factor principal que impulsó el aumento de los precios de los servicios recreativos y personales. Mientras tanto, la tasa de variación interanual de ese subcomponente se ha estabilizado en torno al  $2,2\%$ . La tasa de variación interanual de los precios del transporte alcanzó un máximo del  $3,4\%$  en junio y en julio, pero descendió hasta el  $2,9\%$  en octubre; lo más probable es que se deba a la ausencia de nuevos incrementos sustanciales en los precios del petróleo denominados en euros. En los últimos meses, se ha producido también un ligero descenso en la tasa de variación interanual de los servicios de vivienda, del que una parte importante son alquileres. Durante el verano, esta tasa se mantuvo próxima al  $1,9\%$ , pero, posteriormente, se redujo hasta situarse en el  $1,7\%$  en octubre. La tasa de variación interanual de los precios de los servicios varios, que incluyen, por ejemplo, los precios de la atención sanitaria y la educación, también disminuyó ligeramente hasta situarse en el  $2\%$  en octubre. Tras los fuertes incrementos experimentados a comienzos del año, las tasas de inflación de estos subcomponentes han oscilado en torno al  $2,1\%$  durante la mayor parte de 2011. Por último, los servicios de comunicaciones constituyen el único subcomponente de servicios que ha mostrado un patrón de evolución muy diferente en comparación con los demás. Como resultado de la variación de los precios de los servicios y de los equipos de telecomunicaciones, los precios de los servicios de comunicaciones han disminuido significativamente durante 2011, desde el  $-0,2\%$  registrado en enero hasta el  $-1,9\%$  de octubre.

De cara al futuro, sobre la base de los actuales precios del petróleo, que, en promedio, alcanzaron los 82 euros por barril durante noviembre de 2011, así como los precios de los futuros del petróleo, se prevé que la tasa de variación interanual del componente energético del IAPC disminuya sustancialmente a partir de noviembre de 2011, a pesar de los posibles nuevos incrementos en los precios de la electricidad y del gas natural. Este descenso debería reflejar el hecho de que los fuertes incrementos observados un año antes empezarán a desaparecer de la comparación anual (efectos de base). Con todo, la medida en que estos efectos de base serán realmente evidentes en el perfil de este componente dependerá de hasta qué punto se cumplan las expectativas incorporadas actualmente en los futuros sobre precios del petróleo (es decir, se producirán ligeros descensos en los precios del crudo o al menos no habrá nuevos incrementos sustanciales).

Dados los actuales precios de los futuros sobre materias primas alimenticias, se espera que la tasa de crecimiento interanual de los precios de los alimentos se mantenga en torno a su actual nivel elevado hasta mediados de 2012, antes de empezar a descender a partir de entonces, también como resultado

de los efectos de base a la baja. No obstante, existe un elevado grado de incertidumbre en torno a las perspectivas de los precios de las materias primas. Asimismo, el alcance de la transmisión de las subidas de los precios de las materias primas dependerá de la fortaleza de la demanda de los consumidores, así como del comportamiento de productores y minoristas, que podrían reaccionar ante la variación de los precios ajustando sus márgenes.

Los indicadores adelantados de la inflación de los bienes industriales no energéticos actualmente disponibles, como la evolución de los precios industriales y de los precios de importación de los bienes de consumo (en ambos casos, excluidos los alimentos y el tabaco), muestran que siguen existiendo presiones latentes al alza en las fases posteriores de la cadena de producción. Además, es probable que los aumentos de los impuestos indirectos afecten a la inflación de los bienes industriales no energéticos en los próximos meses. Al mismo tiempo, las presiones latentes en las primeras fases de la cadena de producción se han relajado más, reflejando principalmente la reciente moderación de la evolución de los precios de las materias primas y su impacto en los sectores de la energía y de los bienes intermedios. Sin embargo, la medida en que esta evolución de los precios se transmitirá a la inflación de los bienes industriales no energéticos es incierta, ya que la transmisión puede verse limitada por la reducción de los bienes directamente importados y el colchón de seguridad que representan los márgenes del comercio minorista. En general, se espera que la inflación de los bienes industriales no energéticos disminuya ligeramente en los próximos meses.

Por último, se prevé que la inflación de los precios de los servicios se mantenga, en general, estable en su nivel actual durante los próximos meses, reflejando la evolución moderada de la demanda interna y las presiones salariales contenidas en gran parte.

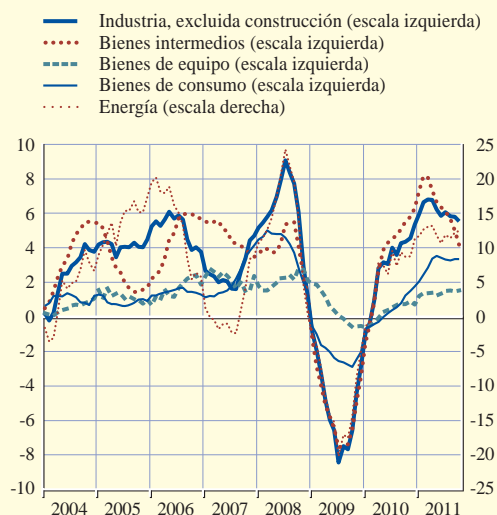
### 3.2 PRECIOS INDUSTRIALES

Desde el mínimo registrado en el verano de 2009, las presiones sobre la cadena de suministro han aumentado de forma constante hasta hace poco (véanse cuadro 7 y gráfico 45). En la primera mitad de 2011 la tasa de variación interanual de los precios industriales (excluida la construcción) osciló en torno al 6%, y alcanzó un máximo del 6,8% en marzo antes de descender a partir de entonces. En julio volvió a aumentar ligeramente hasta el 6,1%, pero desde agosto se ha situado por debajo del 6% y alcanzó el 5,5% en octubre. En el mismo mes, la inflación de los precios industriales (excluidas la construcción y la energía) disminuyó, hasta situarse en una tasa interanual del 3,2%.

Si analizamos con más detalle los componentes principales del IPRI, parece que la tendencia a la baja observada en la inflación de los precios industriales estuvo impulsada fundamentalmente por los bienes intermedios, como consecuencia de una moderación de los precios de las materias primas.

**Gráfico 45 Desagregación de los precios industriales**

(tasas de variación interanual; datos mensuales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

En otras palabras, en estos momentos la relajación de las presiones latentes es más visible en las primeras fases de la cadena de precios que en las fases posteriores (por ejemplo, los precios de producción de bienes de consumo excluidos los alimentos).

Dentro del componente de bienes de consumo, la tasa de variación interanual de los precios de los bienes de consumo no duradero no se tornó positiva hasta mayo de 2010 y ha estado aumentando hasta principios de este año. Como depende de la evolución de los precios de producción de las materias primas alimenticias, la tasa de variación interanual de los precios de los bienes de consumo no duradero ha oscilado entre el 3,3% y el 3,5% desde abril de 2011. Aunque los recientes incrementos de los precios de producción de los alimentos han sido pronunciados, no han sido tan extremos como los registrados en 2008. Los precios de producción de los bienes de consumo (excluidos los alimentos y el tabaco) registraron valores positivos en el otoño de 2010 y han seguido aumentando desde entonces. En octubre de 2011 la tasa de variación interanual fue del 1,5%, la misma tasa que el mes anterior. Este es el valor más alto desde 2001 e indica, por tanto, que continúan las presiones latentes sobre la inflación subyacente de los precios de consumo.

Con respecto a la información procedente de las encuestas sobre la evolución de los precios industriales, los datos sobre precios del índice de directores de compras (PMI) mostraron incrementos moderados en la mayoría de los índices en noviembre, por lo que se interrumpe la tendencia a la baja que se había observado durante varios meses (véase gráfico 46). En el sector servicios, el índice de precios de los bienes intermedios aumentó hasta situarse en 55,4, desde 54,9 en el mes anterior, mientras que en el sector manufacturero se mantuvo, en general, estable en 48,9. El índice de precios de venta aumentó ligeramente en ambos sectores, de 50,0 a 50,6 en el sector manufacturero y de 48,8 a 50,0 en el sector servicios. A pesar de estas subidas, se espera que la inflación de los precios industriales continúe su tendencia a la baja, como consecuencia de una moderación general en la evolución de los precios de las materias primas. Estos niveles elevados de inflación de los precios industriales siguen reflejando las continuas presiones latentes.

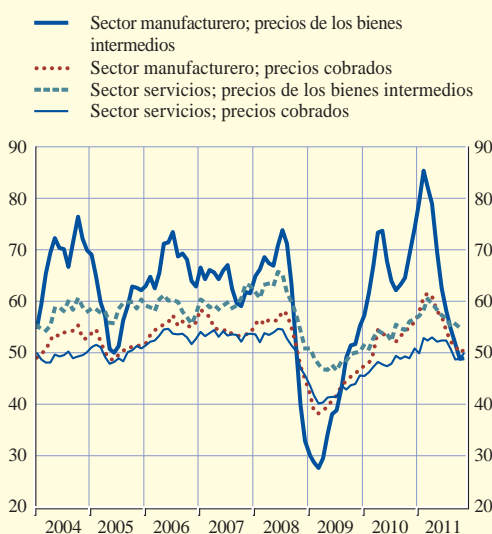
### 3.3 INDICADORES DE COSTES LABORALES

En consonancia con la lenta mejora de la situación del mercado de trabajo, la evolución de los costes laborales se mantuvo moderada durante 2010. Sin embargo, desde principios de 2011 las presiones sobre los costes internos en la zona del euro han ido aumentando gradualmente por el lado de los costes laborales (véanse cuadro 8 y gráfico 47).

En la primera mitad de 2011, la tasa de crecimiento interanual de la remuneración por asalariado en la zona del euro se elevó de manera pronunciada, aumentando en un 2,3% en el primer trimestre y en un 2,4%

**Gráfico 46 Encuestas sobre precios de los bienes intermedios y precios de producción**

(índices de difusión; datos mensuales)



Fuente: Markit.

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

**Cuadro 8 Indicadores de costes laborales**

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

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

Fuentes: Eurostat, datos nacionales y cálculos del BCE.

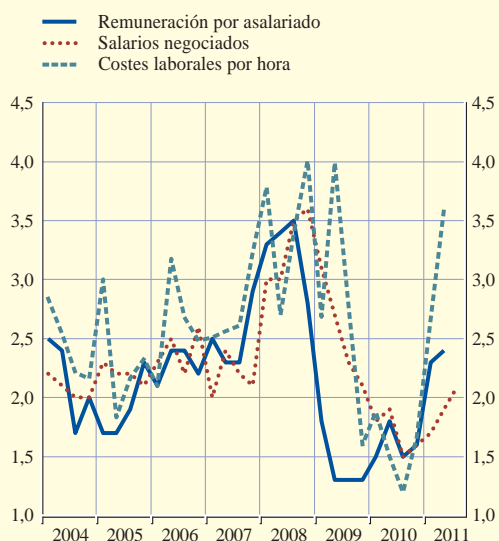
en el segundo trimestre, tras registrar una tasa media de crecimiento del 1,6% en 2010. Este incremento fue atribuible a un repunte de la tasa de crecimiento de la remuneración por hora trabajada, a pesar de la reducción del número de horas trabajadas por asalariado. La tasa de crecimiento interanual de los costes laborales por hora subió hasta el 3,6% en el segundo trimestre. Esta aceleración fue generalizada en todos los sectores (véase gráfico 48), pero fue especialmente acusada en el sector industrial y en el de la construcción. A escala de países, Alemania parece ser el principal impulsor de la aceleración, debido tanto al aumento de las primas salariales como a la continuación de la retirada de los planes de reducción de las horas de trabajo. En conjunto, los costes no salariales siguieron creciendo con mayor rapidez que el componente de sueldos y salarios de los costes laborales por hora de la zona del euro.

Por lo que respecta a la evolución de los salarios negociados, el único indicador de costes laborales actualmente disponible para el tercer trimestre de 2011, su tasa de crecimiento interanual se incrementó hasta registrar un 2,1% en ese trimestre, desde el 1,9% del trimestre anterior. De cara al futuro, es probable que el patrón de un crecimiento más acusado de los salarios, aunque todavía moderado, persista, en términos generales, a corto plazo. En la actualidad es incierta la medida en que las elevadas tasas de la inflación medida por el IAPC observadas en los últimos meses podrían provocar un mayor crecimiento de los salarios, tras los incrementos moderados acordados en los últimos años. En algunos países, los mecanismos de indicación de los salarios que vinculan las revisiones salariales a la inflación pasada generarán muy probablemente aumentos salariales más pronunciados. Sin embargo, de manera más general, parece observarse poca presión para un crecimiento de los salarios más sólido, en vista de la persistente debilidad de los mercados de trabajo.

Por último, la productividad del trabajo, medida por persona ocupada, se incrementó un 2,2%, en promedio, en 2010, lo que constituye una recuperación considerable con respecto a la media de 2009, año en que se redujo un 2,3%. Tras haber registrado una desaceleración considerable a finales de 2010,

**Gráfico 47 Indicadores de costes laborales**

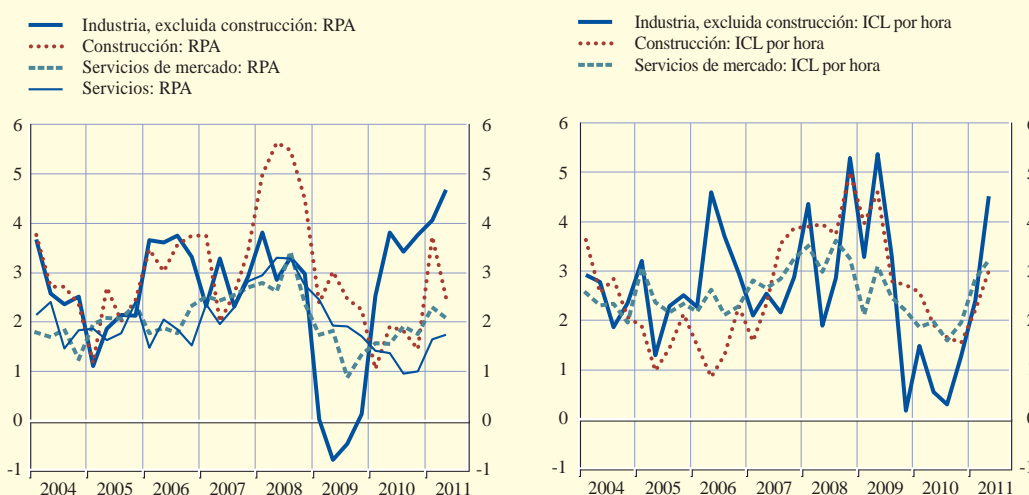
(tasas de variación interanual; datos trimestrales)



Fuentes: Eurostat, datos nacionales y cálculos del BCE.

Gráfico 48 Evolución de los costes laborales por sectores

(tasas de variación interanual; datos trimestrales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

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

debido a la mejora gradual del empleo, el crecimiento de la productividad ha vuelto a recuperarse en el primer trimestre de 2011 y se situó en el 2,1%. Sin embargo, como resultado de la desaceleración del crecimiento del PIB real en el segundo trimestre de 2011, la tasa de crecimiento interanual de la productividad del trabajo volvió a descender hasta situarse en el 1,2%, mientras que la de la remuneración por asalariado siguió aumentando. En consecuencia, el crecimiento de los costes laborales unitarios aumentó hasta alcanzar una tasa interanual del 1,3% en el segundo trimestre, desde el 0,2% del trimestre anterior, después de registrar constantemente valores negativos en 2010. De cara al futuro, las últimas encuestas apuntan a una nueva desaceleración de la productividad en los próximos meses, que podría impulsar el crecimiento de los costes laborales unitarios.

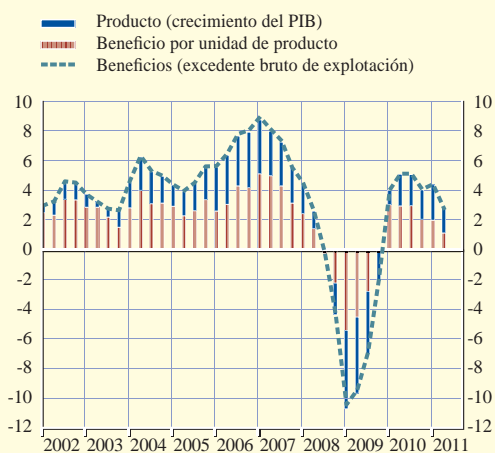
### 3.4 EVOLUCIÓN DE LOS BENEFICIOS EMPRESARIALES

El crecimiento de los beneficios empresariales (medido en términos del excedente bruto de explotación) disminuyó notablemente en el segundo trimestre de 2011, hasta alcanzar una tasa interanual del 2,8%, después de registrar tasas de crecimiento de más del 4,5%, en promedio, en los trimestres anteriores (véase gráfico 49). Esta desaceleración pronunciada del crecimiento de los beneficios empresariales refleja la moderación del crecimiento interanual del PIB en el segundo trimestre, así como un aumento más moderado del crecimiento de los beneficios por unidad de producto, debido a la notable desaceleración del crecimiento de la productividad. Este patrón de crecimiento de beneficios más débil es incluso más evidente cuando nos centramos en la dinámica a corto plazo. En términos intertrimestrales, los beneficios empresariales solo aumentaron un 0,2% en el segundo trimestre de 2011, en línea con el crecimiento del PIB real registrado en ese trimestre, mientras que el crecimiento de los beneficios por unidad de producto se estancó.

La evolución en los grandes sectores económicos muestra que el crecimiento de los beneficios empresariales se debilitó en el segundo trimestre de 2011. Aunque el crecimiento interanual de los beneficios

**Gráfico 49 Detalle del crecimiento de los beneficios por producto y beneficio por unidad de producto en la zona del euro**

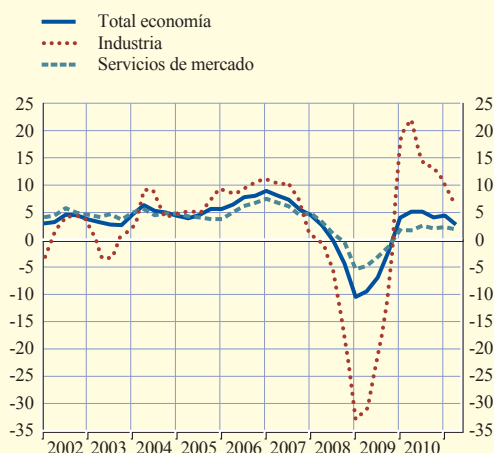
(tasas de variación interanual; datos trimestrales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

**Gráfico 50 Evolución de los beneficios en la zona del euro por principales ramas de actividad**

(tasas de variación interanual; datos trimestrales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

empresariales en el sector de servicios de mercado descendió solo ligeramente hasta situarse en el 1,9%, desde el 2,1% registrado, en promedio, en el trimestre anterior, disminuyó sustancialmente en el sector industrial hasta situarse en el 6,1%, desde el 15,8% registrado, en promedio, en el trimestre anterior (véase gráfico 50). En tasa intertrimestral, el crecimiento de los beneficios empresariales descendió en cierta medida en el sector industrial, pero se mantuvo estable en el sector de servicios de mercado.

De cara al futuro, se espera que el crecimiento de los beneficios empresariales se modere mucho más en consonancia con las perspectivas de crecimiento moderado para la actividad económica y la evolución contenida del crecimiento de los beneficios unitarios, que son reflejo de la debilidad de la demanda, así como la escasa evolución de la productividad.

### 3.5 PERSPECTIVAS DE INFLACIÓN

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

Las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro de diciembre de 2011 prevén que la inflación interanual medida por el IAPC se sitúe en el intervalo comprendido entre el 2,6% y el 2,8% en 2011, entre el 1,5% y el 2,5% en 2012, y entre el 0,8% y el 2,2% en 2013. En comparación con las proyecciones macroeconómicas del BCE para la zona del euro de septiembre de 2011, los intervalos de las proyecciones para 2011 y 2012 se han revisado ligeramente al alza. Esto se debe al impacto al alza de la subida de los precios del petróleo en euros, así como a una mayor contribución de los impuestos indirectos. Se espera que el impacto al alza de estos factores

contrarreste sobradamente los ajustes a la baja de los márgenes y el crecimiento de salarios que están relacionados con la revisión a la baja de la actividad.

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

## 4 PRODUCTO, DEMANDA Y MERCADO DE TRABAJO

El PIB real de la zona del euro creció un 0,2%, en tasa intertrimestral, en el tercer trimestre de 2011, sin cambios con respecto al trimestre anterior. Los datos procedentes de las encuestas apuntan a un debilitamiento de la actividad económica en el cuarto trimestre de este año. Una serie de factores parece estar frenando el dinamismo subyacente del crecimiento en la zona del euro; entre ellos se incluyen una moderación en el ritmo de crecimiento de la demanda mundial, los efectos desfavorables que las continuas tensiones observadas en algunos mercados de deuda soberana de la zona del euro tienen sobre las condiciones generales de financiación y sobre la confianza, y el proceso de ajuste de los balances de los sectores financieros y no financieros. Al mismo tiempo, se espera que, en el próximo año, la actividad económica de la zona del euro se recupere, aunque de manera muy gradual, respaldada por una demanda mundial sostenida, tipos de interés a corto plazo muy bajos y todas las medidas adoptadas para apoyar el funcionamiento del sector financiero.

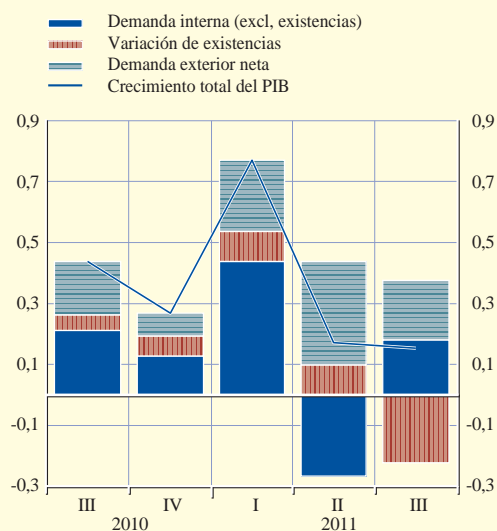
Esta valoración se ve reflejada, asimismo, en las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro de diciembre de 2011, según las cuales el crecimiento anual del PIB real se situará en un intervalo comprendido entre el 1,5% y el 1,7% en 2011, entre el -0,4% y el 1% en 2012 y entre el 0,3% y el 2,3% en 2013. En comparación con las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE de septiembre de 2011, se ha estrechado el intervalo correspondiente a la proyección del crecimiento del PIB real para 2011 y se ha efectuado una significativa revisión a la baja en el intervalo correspondiente a 2012. En un entorno de elevada incertidumbre, los riesgos a la baja para las perspectivas económicas de la zona del euro son sustanciales.

### 4.1 PIB REAL Y COMPONENTES DE LA DEMANDA

De acuerdo con la segunda estimación de Eurostat, el PIB real de la zona del euro creció un 0,2%, en tasa intertrimestral, en el tercer trimestre de 2011, tras registrar tasas de crecimiento del 0,2% en el segundo trimestre y del 0,8% en el primer trimestre (véase gráfico 51). Este resultado, que es acorde con las expectativas, refleja las contribuciones positivas de la demanda interna y de la demanda exterior neta. Aunque se ha observado una recuperación gradual del PIB desde el segundo trimestre de 2009, el nivel del producto en el tercer trimestre 2011 aún se situaba un 1,7% por debajo del máximo alcanzado en el primer trimestre de 2008. Los indicadores disponibles apuntan a un crecimiento intertrimestral del PIB muy moderado, posiblemente incluso negativo, en el cuarto trimestre del año. En el recuadro 8, titulado «Volatilidad del producto en la zona del euro», se compara el patrón de crecimiento del producto en la zona del euro durante la crisis financiera con el de crisis financieras anteriores registradas en las economías avanzadas.

Gráfico 51 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 8

**VOLATILIDAD DEL PRODUCTO EN LA ZONA DEL EURO**

Desde que en 2009 se registrara el punto más bajo en la actividad, se han observado en la zona del euro cambios sustanciales en la tasa de crecimiento intertrimestral del PIB real. Por ejemplo, el fuerte crecimiento del producto que se produjo en el primer trimestre de 2011 estuvo seguido en el segundo trimestre por una acusada moderación en el ritmo de expansión. En 2010 se observaron variaciones similares en las tasas de crecimiento intertrimestral. Existen algunos factores, específicos de países y de sectores, que subrayan esta volatilidad. En este recuadro se examina si el patrón de crecimiento del producto ha sido inusual, comparando la crisis reciente con anteriores crisis bancarias en las economías avanzadas.

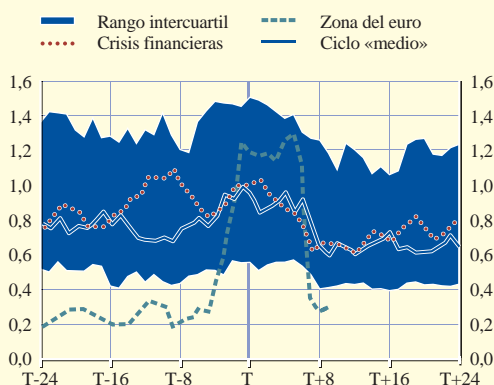
**Volatilidad del producto tras varias crisis financieras**

Con anterioridad a la reciente crisis financiera se han registrado cinco crisis bancarias sistémicas en las economías avanzadas: en España, en los últimos años de la década de los setenta; en Noruega, en los últimos años de la década de los ochenta; en Finlandia y Suecia, al inicio de la década de los noventa y en Japón, durante la década de los noventa<sup>1</sup>. En los gráficos A y B se ofrecen distintas perspectivas del patrón de crecimiento tras las crisis. En el gráfico A se presentan estimaciones móviles (en un horizonte de ocho trimestres) de la desviación típica de las tasas de crecimiento intertrimestral antes y después de las recesiones que siguieron a las crisis, alineadas en torno al punto más

1 Para una definición de crisis sistémica, véase L. Laeven y F. Valencia, «Systemic Banking Crises: A New Database», *Working Paper Series*, n.º 08/224, FMI, 2008. Véase también S. Claessens, M. A. Kose y M. Terrones, «What happens during recessions, crunches and busts?», *Working Paper Series*, n.º 08/274, FMI, 2008. Véase también *Perspectivas de la Economía Mundial*, FMI, abril de 2009.

**Gráfico A Volatilidad del PIB en distintos ciclos**

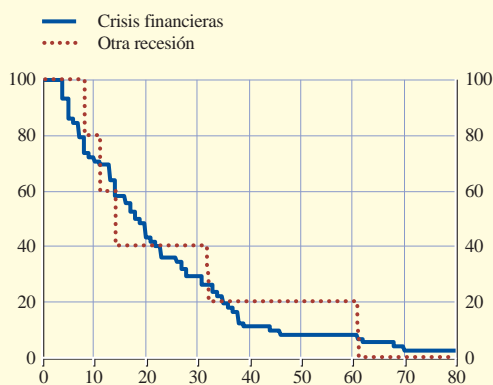
(estimaciones móviles de ocho trimestres de las desviaciones típicas del crecimiento intertrimestral del PIB<sup>1</sup>; T = mínimo cíclico)



Fuentes: OCDE, Eurostat y cálculos del BCE.  
1) El eje de abscisas mide los trimestres anteriores y posteriores al mínimo cíclico (T).

**Gráfico B Duración de las expansiones tras las crisis financieras**

(porcentajes)



Fuentes: OCDE, Eurostat y cálculos del BCE.  
Nota: El eje de abscisas mide la duración de la expansión en trimestres. Cada línea muestra la proporción de la muestra de ciclos que duran hasta un número determinado de trimestres. Los ciclos económicos se miden a partir de una muestra de economías avanzadas desde 1970 y se definen en función de las fluctuaciones del PIB real.

bajo de la recesión<sup>2</sup>. Para poder efectuar una comparación con ciclos que no hayan estado asociados a crisis financieras, también muestra la senda cíclica media, calculada promediando países y ciclos en una muestra de las economías avanzadas desde 1970. Asimismo se presenta la evolución reciente en la zona del euro. El gráfico B ilustra, a partir de la muestra de ciclos, la duración de las expansiones tras las crisis financieras, y muestra el número de trimestres que transcurrieron antes de que la economía volviera a experimentar una recesión (definida como dos períodos de crecimiento intertrimestral negativo). En general, el gráfico sugiere que el patrón de crecimiento tras los períodos de graves turbulencias financieras no es muy distinto del observado en otras recuperaciones: la evidencia de que el PIB fuera significativamente más volátil después de los cinco episodios sistémicos es escasa, y, en general, las expansiones registradas después de las crisis financieras no fueron más cortas que las que siguieron a otras recesiones.

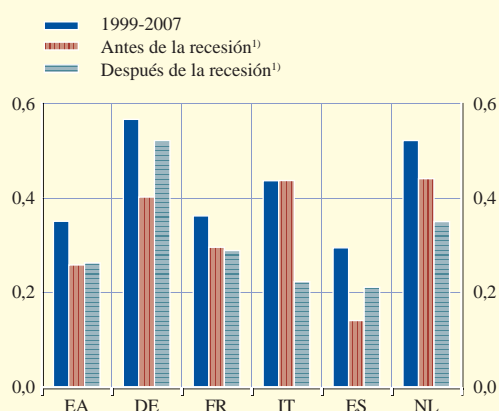
Al mismo tiempo, incluso si la duración de las expansiones no es distinta, las economías pueden experimentar más períodos de crecimiento negativo tras una crisis, lo que sería coherente con la tendencia a un descenso de la tasa media de crecimiento tras registrarse crisis bancarias<sup>3</sup> —con una misma volatilidad en torno a una tasa media de crecimiento más baja se tenderían a registrar más observaciones de crecimiento intertrimestral negativo—. Sin duda, esto es lo que parece ocurrir en este caso: en los cinco años posteriores a las crisis, se observó en los países un número ligeramente mayor de caídas del PIB intertrimestral que en el mismo período anterior a la recesión.

### Volatilidad reciente en la zona del euro

En la mayor parte de los países de la zona del euro la recesión no terminó hasta 2009, lo que proporciona un horizonte relativamente corto para juzgar la volatilidad en la zona del euro posterior a la crisis. En general, la volatilidad del crecimiento del PIB (medida por la desviación típica de las tasas de crecimiento intertrimestral) no ha sido notablemente más elevada en los países de la zona del euro desde entonces. La volatilidad del PIB aumentó sustancialmente durante la recesión en los países más grandes de la zona, lo que refleja el nivel tan bajo al que llegó el producto en muchos países, pero ha disminuido desde entonces. La volatilidad del producto en la zona del euro desde que terminó la recesión (en el segundo trimestre de 2009) ha sido prácticamente igual a la del período de dos años anterior a la recesión y menor que la volatilidad media desde el inicio de la unión monetaria (véase gráfico C). La desviación

**Gráfico C Volatilidad del PIB en los países más grandes de la zona del euro**

(desviaciones típicas de las tasas de crecimiento intertrimestral)



Fuentes: OCDE, Eurostat y cálculos del BCE.

1) Antes de la recesión se refiere al período comprendido entre el primer trimestre de 2006 y el cuarto trimestre de 2007; después de la recesión se refiere al período comprendido entre el tercer trimestre de 2009 y el segundo trimestre de 2011, dependiendo de la disponibilidad de datos.

- 2 Para una discusión más detallada de la evolución económica tras las crisis financieras, véase el artículo titulado «La última recesión en la zona del euro en in contexto histórico», *Boletín Mensual*, BCE, noviembre de 2009. Los ciclos económicos para cada país se definen a partir de las fluctuaciones del PIB real y utilizando un algoritmo desarrollado en G. Bry y C. Boschan, «Cyclical Analysis of Time Series: Selected Procedures and Computer Programs», *Technical Paper*, n.º 20, NBER, 1971, y en D. Harding y A. Pagan, «Dissecting the cycle: a methodological investigation», *Journal of Monetary Economics*, vol. 49, pp. 365-381, 2002.
- 3 Véase D. Furceri y A. Mourougane, «The Effect of Financial Crises on Potential Output: New Empirical Evidence from OECD Countries», *Working Paper Series*, n.º 699, OCDE, 2009.

típica de la volatilidad del producto también ha sido más modesta desde el final de la recesión que en el pasado en la mayor parte de los países de la zona del euro; salvo en Alemania, donde la volatilidad del producto ha sido mayor, aunque, ello se debe principalmente al impacto de dos inviernos muy fríos, en 2010 y 2011, que ocasionaron cambios significativos en la inversión en construcción, en términos intertrimestrales. Si se excluye el producto en el sector de la construcción, la volatilidad en Alemania desde el final de la recesión a mediados de 2009 se ha situado por debajo de la media entre 1999 y 2007.

En resumen, la experiencia previa sugiere que el crecimiento del producto no suele ser más volátil después de atravesar crisis financieras, aunque se ha observado una tendencia a ejemplos más frecuentes de crecimiento intertrimestral negativo durante la fase de recuperación. En general, la volatilidad del crecimiento del PIB no ha sido sustancialmente más elevada en la mayor parte de los países de la zona del euro desde que terminó la reciente recesión. No obstante, al igual que en crisis financieras anteriores, el ritmo de la recuperación ha variado de un país a otro y ha sido relativamente débil en el conjunto de la zona.

### CONSUMO PRIVADO

Tras una reducción intertrimestral del 0,5% en el segundo trimestre del 2011, el consumo privado aumentó un 0,3% en el tercer trimestre, alcanzando un nivel ligeramente inferior al máximo registrado antes de la recesión en el primer trimestre del 2008. Es probable que el resultado para el tercer trimestre refleje un crecimiento positivo del consumo de servicios, ya que las ventas del comercio al por menor mostraron un crecimiento nulo y las matriculaciones de automóviles disminuyeron. La información reciente procedente de los indicadores a corto plazo y de las encuestas apunta a un gasto en consumo en el período próximo bastante moderado. En el recuadro 9 se examina más detenidamente el efecto de la industria del automóvil en la producción, las exportaciones y el consumo en Alemania, Francia e Italia.

La recuperación del consumo ha sido más lenta que la de la actividad general. Los cambios en la renta real, que se encuentran entre los principales determinantes de la evolución tendencial del gasto en consumo, explican en gran medida este hecho. Aunque el mayor crecimiento del empleo ha sostenido la renta real agregada, esta se ha reducido al mismo tiempo debido a la subida de los precios de la energía y de los alimentos. Sin embargo, de cara al futuro, la influencia de estos factores debería dejarse de sentir, pues se espera que la inflación repunte (véase sección 3), mientras que las mejoras en la situación de los mercados de trabajo parecen haberse interrumpido. La renta real de los hogares se elevó ligeramente, en tasa interanual, en el segundo trimestre de 2011 por segundo trimestre consecutivo, tras un período de contracción, lo que puede explicar, en parte, porqué los hogares dejaron de ajustar a la baja sus ahorros por motivo de precaución, que provocó, a su vez, un pequeño aumento de la tasa de ahorro.

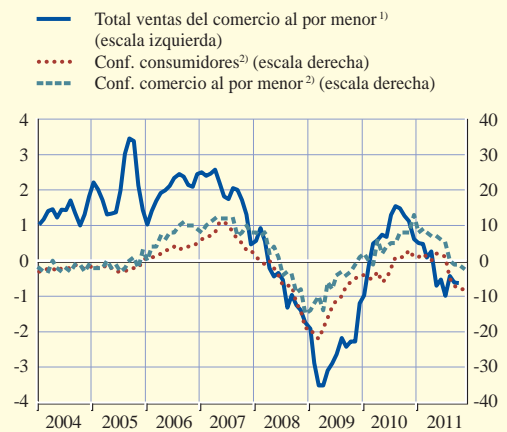
La recuperación relativamente lenta que experimentó el consumo privado también se explica, en parte, por el acusado descenso de la riqueza financiera e inmobiliaria en 2008 y 2009. No obstante, con el tiempo la riqueza financiera se ha incrementado y, en el segundo trimestre de 2011, se situó próxima a su nivel anterior a la crisis, según las cuentas integradas de la zona del euro publicadas por Eurostat y por el BCE. Por otra parte, los precios de los inmuebles residenciales de la zona del euro aumentaron, en tasa interanual, en el segundo trimestre de 2011, por sexto trimestre consecutivo.

Por lo que se refiere a la dinámica a corto plazo en el cuarto trimestre, todos los indicadores apuntan a una debilidad sostenida del gasto en consumo. Aunque en octubre las ventas del comercio al por menor se incrementaron un 0,4% con respecto al mes anterior, el nivel se mantuvo inalterado en comparación con el nivel medio del tercer trimestre. El índice de directores de compras (PMI) relativo a las ventas

del comercio al por menor pasó de 50,2 en octubre a 46,0 en noviembre, lo que indica una caída de las ventas en ese mes. Según las encuestas de la Comisión Europea, la confianza del comercio al por menor en esos dos meses se situó, en promedio, por debajo de su nivel medio en el tercer trimestre y ligeramente por debajo de su media de largo plazo. En octubre, las matriculaciones de automóviles disminuyeron un 0,8%, en términos intermensuales, situándose en un nivel que estaba un 0,2% por debajo de su nivel medio en el tercer trimestre, mientras que en el tercer trimestre, las matriculaciones se redujeron un 0,7%, en términos intertrimestrales. Por el contrario, el indicador de la Comisión Europea de compras esperadas de bienes duraderos aumentó entre octubre y noviembre, aunque se mantuvo en un nivel históricamente reducido. Sin embargo, el indicador de confianza de los consumidores, que ofrece una idea razonablemente buena de la evolución tendencial del consumo, empeoró en noviembre por quinto mes consecutivo, aunque en menor medida que en el mes anterior. Así pues, el índice mantiene su senda descendente, que se inició en junio de 2011, y ha alcanzado ahora el nivel en el que se situaba en septiembre de 2009 (véase gráfico 52), que está muy por debajo de su media histórica y, por lo tanto, es acorde con la débil evolución del gasto en consumo.

**Gráfico 52 Ventas del comercio al por menor y confianza del comercio al por menor y de los hogares**

(datos mensuales)



Fuentes: Encuestas de opinión de la Comisión Europea y Eurostat.  
 1) Tasas de variación interanual; medias móviles de tres meses; datos ajustados por días laborables. Incluido el combustible.  
 2) Saldos netos; datos desestacionalizados ajustados a la media.

### Recuadro 9

#### EVOLUCIÓN RECIENTE DEL SECTOR DEL AUTOMÓVIL EN LOS PRINCIPALES PAÍSES DE LA ZONA DEL EURO

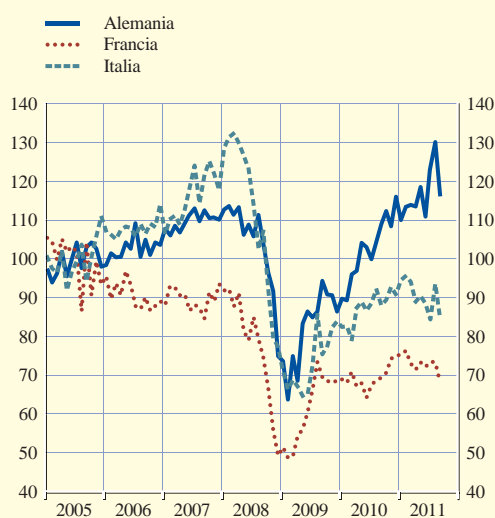
En el presente recuadro se analiza la evolución reciente de la industria del automóvil en Alemania, Italia y Francia. Se describen la vertiente de la producción, el papel de las exportaciones y el impacto de las compras de automóviles en el consumo interno.

#### Producción

La producción de vehículos de motor, remolques y semirremolques (en adelante simplemente «vehículos») de los principales fabricantes europeos se ha recuperado con respecto al mínimo registrado a principios de 2009, pero, como indica el gráfico A, la recuperación ha sido mucho más sólida en Alemania que en Francia e Italia. La producción de vehículos en Alemania alcanzó niveles sin precedentes en el tercer trimestre de 2011, mientras que en Francia e Italia, se situó en torno al 15% y el 30% por debajo de máximos anteriores, respectivamente. El impacto del auge de la producción de vehículos posterior a 2009 sobre el total de la economía se magnifica por la importancia de este sector en Alemania. La producción de vehículos representa una proporción mayor de la producción manufacturera total en Alemania que en Francia e Italia (en 2005, dicha proporción era del 13% en Alemania, frente al 8% de Francia y el 5% de Italia).

**Gráfico A Fabricación de vehículos de motor, remolques y semirremolques (incluidos repuestos)**

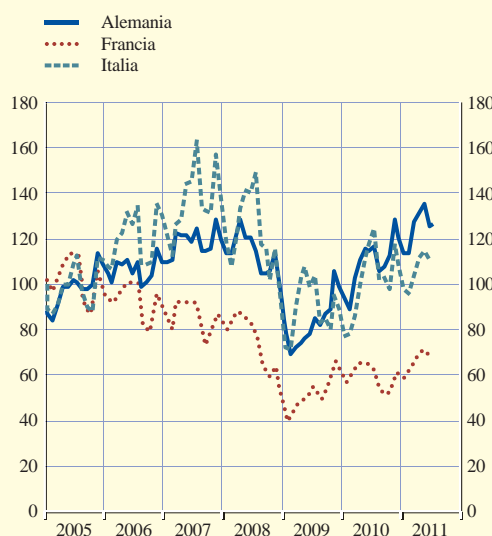
(índice: 2005 = 100; datos mensuales, desestacionalizados y ajustados de días laborables)



Fuente: Eurostat.

**Gráfico B Exportaciones de vehículos de motor, remolques y semirremolques (incluidos repuestos)**

(índice: 2005 = 100; datos mensuales; medias móviles de tres meses; datos desestacionalizados)



Fuente: Eurostat.

## Exportaciones

Al examinar la recuperación de las exportaciones de vehículos desde el mínimo registrado en 2009, se observa un comportamiento similar al de la producción. Las exportaciones totales de vehículos de Alemania han registrado nuevos máximos en 2011, mientras que las de Francia e Italia se han situado en torno a un 45% y un 40%, respectivamente, por debajo de los máximos anteriores (véase gráfico B). La fortaleza de las exportaciones alemanas se debe, en gran medida, a las exportaciones a países no pertenecientes a la UE. De hecho, en 2011, dichas exportaciones sobrepasaron el nivel máximo de 2007 en más del 30% en Alemania. El cuadro proporciona alguna información sobre las causas fundamentales del comportamiento comparativamente sólido de las exportaciones alemanas de vehículos a países no pertenecientes a la UE. En 2010, Alemania registraba el porcentaje más alto de este tipo de exportaciones sobre el total de exportaciones (50%), que se destinaron principalmente a Estados Unidos y China, con una proporción de alrededor del 10% cada uno. En Francia e Italia, el porcentaje que representan las exportaciones de vehículos a países de fuera de la zona del euro es solo de alrededor del 20% y del 30%, respectivamente.

Respecto al hecho de que China sea un mercado importante y creciente de exportación de vehículos, el gráfico C muestra que Alemania ha sido el

### Desagregación geográfica de las exportaciones de vehículos de motor, remolques y semirremolques (incluidos repuestos)

(porcentaje de las exportaciones nominales totales; 2010)

	Alemania	Francia	Italia
EU 27	52.2	81.2	72.4
Estados Unidos	13.3	0.2	7.3
China	8.9	0.5	1.7
Suiza	2.9	2.7	4.5
Turquía	2.0	2.0	2.0
Rusia	2.1	1.9	0.3
Japón	2.7	1.0	2.3
Australia	1.8	0.6	1.1
Noruega	1.5	0.8	0.3
Canadá	1.9	0.1	0.1
Corea del sur	1.4	0.2	0.2
Otros	9.2	8.6	7.8

Fuente: Eurostat.

principal beneficiario del aumento de este tipo de exportaciones a China. Desde 2008 hasta 2010, las exportaciones alemanas de vehículos (incluidos repuestos) a China aumentaron más de un 200% en términos reales. En 2011, el porcentaje de Alemania en las importaciones nominales totales de vehículos de China ascendió al 60%, frente a un porcentaje acumulado de alrededor del 4% en el caso de Francia e Italia. En 2010, además de las exportaciones de vehículos terminados, los fabricantes de automóviles alemanes estaban produciendo un número cada vez mayor de vehículos en el extranjero. Una de las principales ubicaciones para fabricar vehículos fuera de Alemania es China, donde produjeron más de 1,5 millones de unidades en 2010.

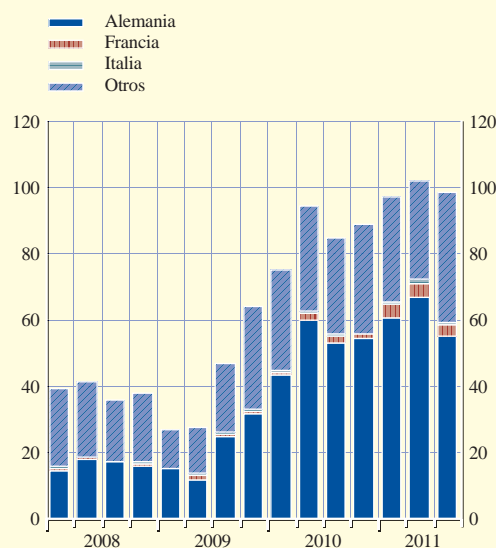
### Consumo interno

Las compras de vehículos no configuran, en general, el consumo interno en ninguno de los tres países considerados. Ello se debe al porcentaje relativamente reducido del gasto en consumo total que representan dichas compras (alrededor del 5% en Alemania y algo menos en Francia e Italia). No obstante, en algunos años en concreto, esas compras han afectado a los patrones de consumo desde que se inició la recuperación en 2009. Al respecto, resulta ilustrativo el gráfico D, que muestra el nivel de matriculaciones de automóviles en Alemania, Francia e Italia. El calendario de compras se ha visto afectado, en particular, por la introducción y la retirada de los diversos planes de sustitución de vehículos. Por ejemplo, las matriculaciones de automóviles aumentaron en Alemania en más de un 20% en 2009. Sin embargo, en 2010, se redujeron en un porcentaje similar tras la retirada del plan alemán. De la misma manera, aumentaron en Francia un 13% en 2009, para reducirse casi un 4% al año siguiente. Más recientemente, en 2011 (datos disponibles hasta octubre), las ventas nacionales de automóviles en Alemania han contribuido positivamente al crecimiento del consumo total, mientras que en Francia e Italia, dichas compras han disminuido y, por lo tanto, su contribución al crecimiento del consumo ha sido negativa en ambos países.

En resumen, la evolución de la producción de vehículos ha sido notablemente más dinámica en Alemania que en Italia y Francia en los últimos años. Esta diferencia refleja, principalmente, la mayor solidez de las exportaciones alemanas a

### Gráfico C Importaciones de vehículos de motor (incluidos repuestos) para montaje final con destino a China

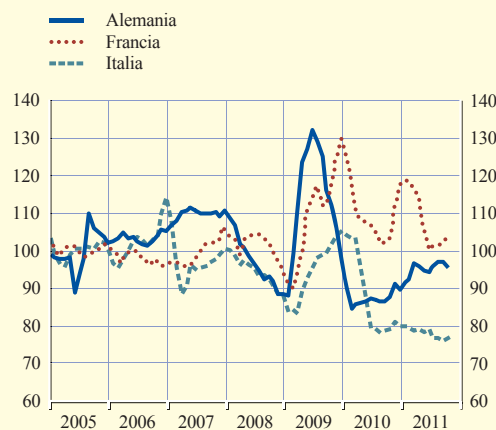
(miles de unidades; datos trimestrales sin desestacionalizar)



Fuente: CEIC.

### Gráfico D Matriculaciones de automóviles

(índice: 2005 = 100; datos mensuales; medias móviles de tres meses)



Fuente: ACEA.

países no pertenecientes a la zona del euro y, en menor medida, el mayor dinamismo de las ventas de automóviles dentro del país. El crecimiento del producto en Alemania se ha visto favorecido no solo por el hecho de que la expansión de la producción en el sector del automóvil haya sido mucho mayor en Alemania que en Francia e Italia, sino también porque el porcentaje de la producción manufacturera total que representa la producción de vehículos es mucho más elevado.

## INVERSIÓN

La mejora gradual de la formación bruta de capital fijo durante los dos últimos años se interrumpió a mediados de 2011, al reducirse el crecimiento intertrimestral al 0,0% y al 0,1% en el segundo y tercer trimestre, respectivamente.

Por lo que se refiere al tercer trimestre de 2011, no se dispone aún de una desagregación completa de la formación de capital. Los indicadores a corto plazo de la inversión, excluida la construcción —que representa la mitad de la inversión total— apuntan a un mal resultado. La contenida evolución de los beneficios y de la economía en general, las condiciones de financiación más restrictivas, una nueva caída en la utilización de la capacidad productiva por debajo de su media a largo plazo y un considerable deterioro de la confianza de la industria indica un tercer trimestre de gran atonía. Los datos agregados de los países confirman este panorama.

Es probable que tanto la construcción residencial como la no residencial se hayan contraído en el tercer trimestre, como sugiere el sostenido deterioro de la confianza en el sector de la construcción. Además del proceso de ajuste que se está registrando en la actividad constructora en algunos países, cabe la posibilidad de que las condiciones de financiación más restrictivas hayan frenado la inversión en construcción.

Los escasos indicadores disponibles para el cuarto trimestre de 2011 sugieren una nueva desaceleración de la formación de capital, excluida la construcción, en la zona del euro. Los nuevos pedidos de bienes de equipo procedentes de la zona del euro descendieron de manera especialmente acusada en septiembre. Las tasas de utilización de la capacidad productiva han seguido cayendo, lo que sugiere una menor necesidad de ampliar la capacidad de producción en el futuro próximo. Las condiciones de financiación se han deteriorado, aunque lo han hecho en distinta medida según los países, lo que también frena la formación de capital productivo. Los datos sobre confianza industrial procedentes de encuestas, como el índice PMI de manufacturas y su componente de nuevos pedidos muestran una fuerte caída hasta noviembre de 2011, hasta niveles no registrados desde mediados de 2009.

Aunque las perspectivas de la inversión en construcción son algo más favorables para el cuarto trimestre de 2011 que para el tercero, se prevé que se mantenga la atonía de la actividad, debido a los ajustes que se están llevando a cabo en aquellas regiones en las que había registrado una fuerte expansión en el período anterior a la crisis. En un horizonte de más largo plazo, se prevé que la inversión, excluida la construcción, aumente moderadamente en 2012, en línea con una recuperación gradual de la actividad económica. Existen riesgos a la baja para las perspectivas, y la incertidumbre es muy elevada. Según la reciente encuesta sobre inversión industrial de la Comisión Europea, los gestores de la zona del euro esperan de sus volúmenes de inversión un crecimiento negativo en 2012.

## CONSUMO PÚBLICO

Últimamente, el crecimiento del consumo público se ha moderado, como consecuencia de los esfuerzos de consolidación fiscal desplegados en varios países. Tras un ligero descenso intertrimestral en el segundo trimestre de 2011, el consumo público real mostró un crecimiento nulo en el tercer trimestre.

Si se consideran los componentes individuales, el control de la remuneración de los empleados públicos, que supone casi la mitad del consumo público total, ha tenido un efecto moderador sobre el consumo público total en términos nominales. Este control de la remuneración es consecuencia de la moderada evolución de los salarios y de los descensos observados en el empleo en varios países. El gasto en consumo público intermedio (que representa algo menos de un cuarto del total) también ha ido disminuyendo, debido a los esfuerzos de consolidación llevados cabo por los Gobiernos. Las transferencias sociales en especie, que también representan en torno a un cuarto del consumo público, han crecido más en consonancia con las medias históricas. Esto es así porque las transferencias sociales en especie incluyen partidas como el gasto sanitario, cuya dinámica es en cierta medida autónoma.

De cara al futuro, se prevé que el impulso de la demanda interna procedente del consumo público siga siendo limitado en los próximos trimestres, como resultado de los nuevos esfuerzos de consolidación que se espera que se acometan en varios países de la zona del euro.

#### EXISTENCIAS

La acusada desacumulación de existencias observada durante la profunda recesión de 2008 y 2009 y la reposición parcial registrada durante la posterior recuperación han dejado a los productores con un nivel de existencias bastante reducido. Sin embargo, la inminente desaceleración de la actividad podría dar lugar todavía a un descenso en el ritmo de reposición neta de existencias observado recientemente, lo que supondría que la contribución de las existencias al crecimiento en el segundo semestre de 2011 y a principios de 2012 sería negativa.

Después de que el ritmo de desacumulación alcanzara un máximo del 0,7% del PIB (en términos nominales) en el segundo trimestre de 2009, debido a unas perspectivas de demanda muy deterioradas, así como a unas condiciones de financiación muy restrictivas, la intensidad de la reducción de existencias se moderó de forma gradual, al mejorar las expectativas de demanda y existir unas condiciones de financiación más favorable, y finalmente, a mediados de la década pasada, comenzaron a reponerse las existencias. A partir del tercer trimestre de 2009, esta reposición hizo que las contribuciones de la variación de existencias al crecimiento fueran positivas o neutras durante ocho meses consecutivos, ascendiendo el total acumulado a 1,1 puntos porcentuales, ligeramente menos de un tercio del crecimiento del PIB durante el período.

Desde el tercer trimestre de 2010, la reposición de existencias se ha reflejado en las cuentas nacionales, lo que se ha debido probablemente a una recuperación de la actividad mayor de lo esperado más que a un intento deliberado por parte de las empresas de relajar las restrictivas políticas de inventarios. Efectivamente, los datos de las encuestas y alguna otra evidencia anecdótica apuntan al deseo de las empresas de tener almacenadas pocas existencias. Tanto en el primer trimestre de 2011 como en el segundo, las existencias contribuyeron en 0,1 puntos porcentuales al crecimiento intertrimestral del PIB<sup>1</sup>.

La conjunción de sustanciales aumentos netos observados en las existencias a mediados de 2011 (0,6% del PIB, en términos nominales, en el segundo trimestre de 2011) y de un reciente pero acusado deterioro de las perspectivas de negocio ha llevado a las empresas a modificar rápidamente, en unos pocos meses, su valoración de los niveles de existencias. Según las encuestas de opinión de la Comisión Europea, actualmente se considera que estos niveles están próximos a los niveles normales. Las encuestas PMI también apuntan a un patrón de reducción de las existencias de bienes intermedios y minoristas, que ha dado lugar a que los productores efectúen algunos incrementos involuntarios en las existencias de productos terminados.

<sup>1</sup> Es difícil evaluar hasta qué punto los últimos resultados se vieron afectados por el desastre natural acaecido en Japón a mediados de marzo de 2011. Además, conviene ser cautos al interpretar la evolución intertrimestral de dichas contribuciones, pues existe una significativa incertidumbre estadística ligada a la manera en la se estiman las existencias en la contabilidad nacional, que también están sujetas a revisiones.



Esta nueva configuración explica la interrupción de la secuencia de contribuciones positivas de las existencias al crecimiento que se observó en los dos últimos años, situándose la contribución en  $-0,2$  puntos porcentuales en el tercer trimestre de 2011. Este hecho sugiere, asimismo, la posibilidad de que se registren algunas contribuciones negativas en los próximos trimestres, en particular si el reciente endurecimiento de las condiciones de financiación se prolonga. Sin embargo, debido a un punto de partida en el que el nivel de existencias es bastante reducido, el alcance de una desacumulación similar a la observada tras la quiebra de Lehman Brothers parece más limitado en este momento, y las proyecciones actuales parecen apuntar a un ciclo de existencias relativamente más suave.

### COMERCIO EXTERIOR

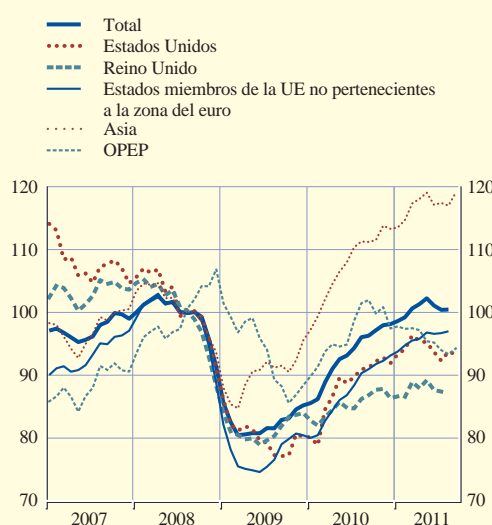
Después de la desaceleración observada en el comercio de la zona del euro durante el segundo trimestre de 2011, tanto las exportaciones como las importaciones repuntaron en el tercer trimestre de 2011, creciendo en tasa intertrimestral un  $1,5\%$  y un  $1,1\%$ , respectivamente. El crecimiento de las exportaciones fue mayor que el de las importaciones, lo que hizo que la contribución neta del comercio al crecimiento del PIB fuera positiva. La reducción del comercio dentro de la zona se vio compensada por una ligera recuperación del comercio a países no pertenecientes a la zona del euro en el mismo trimestre.

Los datos sobre el comercio de bienes y servicios en términos nominales disponibles hasta septiembre de 2011 indican que el comercio a países no pertenecientes a la zona creció moderadamente en el tercer trimestre del año. Según los datos de balanza de pagos, la tasa de crecimiento intertrimestral de las exportaciones de bienes y servicios en términos nominales repuntó hasta el  $0,8\%$ , mientras que la de las importaciones siguió siendo muy moderada ( $0,4\%$  en el tercer trimestre de 2011, en comparación con el  $0,2\%$  y el  $0,5\%$ , respectivamente del trimestre anterior). En general, las exportaciones de bienes en el tercer trimestre se vieron respaldadas por la demanda de importaciones de las economías emergentes, debido en parte a que dejaron de experimentarse interrupciones en la cadena de suministro (véase gráfico 53). Además, la demanda de las economías avanzadas también se intensificó, sobre todo, la procedente del Reino Unido y de Estados Unidos. La desagregación por categorías de productos indica que el crecimiento de las exportaciones de bienes de consumo en términos nominales a países no pertenecientes a la zona repuntó, mientras que las exportaciones de bienes de equipo y de bienes intermedios, también en términos nominales, creció en el tercer trimestre de 2011 a una tasa igual de moderada que en el trimestre anterior.

Al mismo, las importaciones de la zona del euro crecieron tímidamente en el tercer trimestre de 2011. La evolución de las importaciones en términos nominales procedentes de países no pertenecientes a la zona reflejó, principalmente, la debilidad de la

**Gráfico 53 Exportaciones nominales a algunos socios comerciales no pertenecientes a la zona del euro**

(índices: tercer trimestre de 2008 = 100; datos desestacionalizados; medias móviles de tres meses)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: Las observaciones más recientes corresponden a septiembre de 2011, salvo en el caso de los Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro y el Reino Unido (agosto de 2011). El agregado de los Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro no incluye Dinamarca, Suecia ni el Reino Unido.

demanda interna y fue acorde, asimismo, con la desaceleración observada en el crecimiento de la producción industrial de la zona del euro en el tercer trimestre. Entre las principales categorías de productos, las importaciones de bienes de equipo y de bienes de consumo se incrementaron, mientras que disminuyeron las importaciones de bienes intermedios.

En lo que se refiere al comercio de servicios, según los datos de balanza de pagos las exportaciones de servicios en términos nominales se mantuvieron prácticamente sin cambios, tras haber disminuido en el trimestre anterior, mientras que las importaciones en términos nominales crecieron un 2% en el tercer trimestre, en comparación con el trimestre precedente. La estabilización de las exportaciones de servicios estuvo relacionada con el ligero incremento de la demanda de servicios por parte de Estados Unidos y el Reino Unido, que son los mayores socios comerciales de la zona del euro en cuanto al comercio de servicios.

Por último, el déficit por cuenta corriente de la zona del euro en el período de doce meses hasta septiembre de 2011 registró un incremento en relación con el período correspondiente del año anterior, y se situó en 56,5 mm de euros (es decir, en torno al 0,6% del PIB de la zona del euro). Este incremento se debió, principalmente, a una balanza de bienes menos positiva y, en menor medida, a un deterioro de la balanza de rentas.

En el contexto de desaceleración de la actividad mundial, de continuas tensiones en los mercados financieros y de elevada incertidumbre, se prevé que el crecimiento de las exportaciones de la zona del euro se modere y muestre un crecimiento próximo a cero en el corto plazo. La evidencia disponible procedente de las encuestas es coherente con una pérdida de dinamismo del comercio de la zona del euro en el último trimestre del año. El índice PMI de nuevos pedidos exteriores del sector manufacturero de la zona del euro siguió deteriorándose y se situó por debajo del umbral de expansión en octubre y noviembre, lo que indica la debilidad de las exportaciones a países no pertenecientes a la zona del euro en el corto plazo.

#### **4.2 PRODUCTO, DEMANDA Y MERCADO DE TRABAJO**

Si se analiza el lado de las cuentas nacionales correspondiente a la producción, se observa que el valor añadido total aumentó de nuevo en el tercer trimestre de este año, continuando la tendencia al alza que se inició al terminar la recesión en el segundo trimestre de 2009, aunque existen marcadas diferencias entre los sectores. La recuperación más acusada se registró en la industria (excluida la construcción), si bien el nivel del valor añadido de este sector sigue estando todavía un 8% por debajo del máximo alcanzado antes de la crisis. Aunque el valor añadido de los servicios ha retornado a un nivel ligeramente por encima del máximo anterior a la crisis, ha seguido un patrón de recuperación más moderado que del sector manufacturero. El valor añadido de la construcción, que había seguido descendiendo después de que terminara la recesión, se ha estabilizado más o menos desde comienzos de 2010 y, en el tercer trimestre del presente año, se mantiene un 13% por debajo de los niveles previos a la recesión. Si se presta atención a la evolución más reciente, el crecimiento del valor añadido total se estabilizó en el 0,2% en el tercer trimestre de 2011, y los indicadores de coyuntura apuntan a un crecimiento menor y posiblemente negativo en el cuarto trimestre.

Las mejoras observada en la situación del mercado laboral hasta mediados de 2011 se han interrumpido (véase más adelante la sección sobre el mercado de trabajo). La tasa de paro ha comenzado a aumentar, y las encuestas indican una marcada desaceleración en el crecimiento del empleo.

### PRODUCTO POR RAMAS DE ACTIVIDAD

El ritmo de expansión del valor añadido total, que fue relativamente elevado en el primer trimestre de este año —debido, en parte, a factores especiales— continuó en el segundo y tercer trimestre del año, con tasas intertrimestrales moderadas, cercanas al 0,2%.

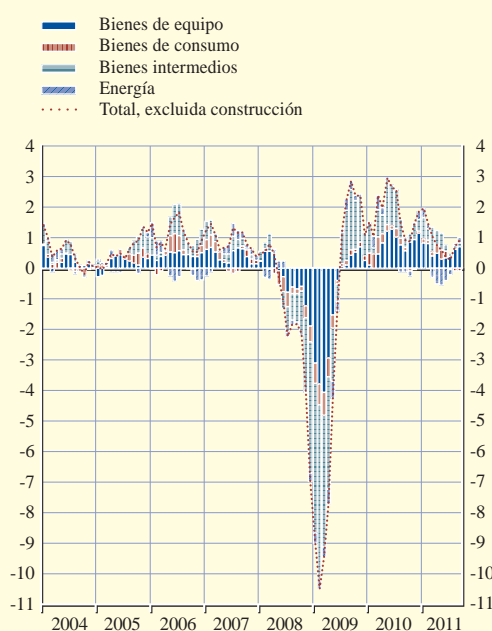
Por lo que respecta a la industria, excluida la construcción, el crecimiento del valor añadido se moderó nuevamente en el tercer trimestre de 2011. El ritmo de expansión se redujo, pasando de una tasa intertrimestral del 0,6% en el segundo trimestre al 0,2% en el tercer trimestre. Tras registrar un crecimiento intertrimestral del 0,4% en el segundo trimestre, la producción industrial (excluida la construcción) continuó avanzando a un ritmo más rápido en el tercer trimestre (0,9%). Esta aceleración se debió a tasas de crecimiento más elevadas en la producción de bienes de equipo, de bienes intermedios y de energía, mientras que el crecimiento de la producción disminuyó e incluso se tornó negativo en el sector de bienes de consumo (véase gráfico 54).

Los datos de las encuestas de la Comisión Europea indican que los «límites a la producción» registraron un ligero aumento en los tres meses transcurridos hasta octubre de 2011. Este aumento estuvo relacionado principalmente con una demanda insuficiente, mientras que las restricciones a la producción por el lado de la oferta se redujeron, como resultado de la falta de equipo, aunque se mantuvieron por encima de su media a largo plazo.

Los indicadores de coyuntura sugieren que la expansión de la industria se ha detenido en el cuarto trimestre de 2011. El indicador de confianza industrial de la Comisión Europea se ha deteriorado de nuevo en los dos primeros meses del cuarto trimestre, y en noviembre pasó a situarse por debajo de su media a largo plazo (véase gráfico 55). Este deterioro es atribuible a una peor valoración de la producción anterior y del nivel de las carteras de pedidos exteriores por parte de las empresas, así como a una preocupación creciente acerca de las expectativas de producción. El índice PMI de producción en las manufacturas descendió de nuevo en los dos primeros meses del cuarto trimestre y se situó, en promedio, claramente por debajo del umbral teórico de expansión de 50, lo que indica una contracción de la producción industrial. Los nuevos pedidos industriales, muchos de los cuales deberían aparecer posteriormente en la producción, se redujeron de forma acusada en términos intermensuales en septiembre de 2011. Esta reducción de los nuevos pedidos se produjo de manera generalizada en todas las ramas de producción, independientemente del origen de los pedidos. Según la Comisión Europea y Markit, la valoración del total de las carteras de pedidos y de los nuevos pedidos empeoró de nuevo en octubre y noviembre. Mientras que la cartera de pedidos se mantiene por encima de sus medias a largo plazo, el índice PMI de nuevos pedidos en las manufacturas indica claramente caídas mensuales adicionales en los nuevos pedidos industriales.

Gráfico 54 Crecimiento de la producción industrial y contribuciones

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



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.  
Nota: Los datos mostrados se calculan como medias móviles de tres meses, frente a la media correspondiente a los tres meses anteriores.

En el tercer trimestre de 2011, el valor añadido de la construcción se redujo un 0,6%, en términos intertrimestrales, tras un ligero descenso en el segundo trimestre y una fuerte subida en el primer trimestre de este año. A pesar del alto grado de volatilidad, parece que el valor añadido de la construcción se ha estabilizado tras el prolongado período de desaceleración que se observó en 2008 y 2009. Sin embargo, los indicadores de coyuntura señalan un continuo crecimiento negativo del valor añadido de la construcción en el cuarto trimestre de 2011, ya que el PMI de la construcción fue más bajo en el primer mes del cuarto trimestre que en el tercer trimestre. Las encuestas sobre los nuevos pedidos recibidos por las empresas constructoras de la zona del euro también siguieron deteriorándose en octubre, mientras que el indicador de confianza de la construcción de la Comisión Europea fue ligeramente más bajo en los dos primeros meses del cuarto trimestre que en el tercer trimestre.

El valor añadido de los servicios se incrementó un 0,2%, en tasa intertrimestral, en el tercer trimestre de 2011, después de haber registrado un crecimiento similar en el trimestre anterior. Este crecimiento del sector servicios se debió, en gran medida, a la evolución de los servicios financieros y de los seguros, así como de la administración pública. Entre el tercer trimestre de 2009 y el tercer trimestre de 2011, es decir, tras el inicio de la recuperación, el crecimiento intertrimestral de los servicios se situó, en promedio en el 0,3%, mientras que el crecimiento del PIB real lo hizo ligeramente por encima, en el 0,4%.

De cara al futuro, las encuestas apuntan a una contracción de los servicios en el cuarto trimestre de 2011. Según el índice PMI de producción en el sector servicios, la actividad comercial fue significativamente más baja en los dos primeros meses del cuarto trimestre que en el tercero. El índice se situó muy por debajo del umbral teórico de crecimiento de 50, lo que apunta a una contracción del producto. Del mismo modo, los resultados de la encuesta de la Comisión Europea sobre confianza de los servicios también sugieren un deterioro significativo con respecto al verano.

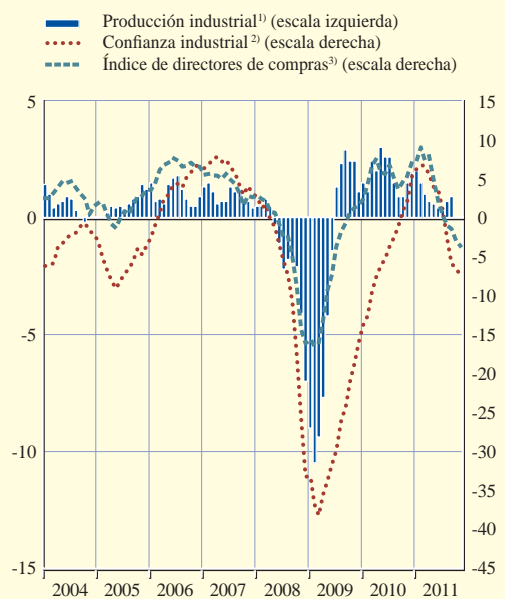
### MERCADO DE TRABAJO

Tras la desaceleración de la actividad que se registró en la zona del euro en el segundo semestre de 2011, la situación del mercado de trabajo ha empeorado, lo que se refleja en un aumento de la tasa de desempleo y en un deterioro de los resultados de las encuestas en lo que se refiere a las perspectivas del empleo a corto plazo.

Gran parte del ajuste del empleo que tuvo lugar durante la recesión se llevó a cabo mediante la disminución de las horas trabajadas por persona ocupada, más que a través de reducciones de plantilla. Por consiguiente, el efecto negativo sobre el empleo fue moderado. En consonancia con esta evolución, se

**Gráfico 55 Producción industrial, confianza industrial e índice de directores de compras**

(datos mensuales; desestacionalizados)



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

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

1) Tasas de variación intertrimestral.

2) Saldos netos.

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

**Cuadro 9 Crecimiento del empleo**

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

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

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

1) Incluye también educación, salud y otros servicios.

observaron señales iniciales de mejora en los mercados de trabajo, en cuanto a la recuperación del número de horas trabajadas por persona ocupada, con incrementos graduales a partir del segundo trimestre de 2009, mientras que el crecimiento del empleo se estabilizó en término de personas y empezó a expandirse en el último trimestre de 2010. Sin embargo, los datos de las encuestas apuntan a una ralentización del crecimiento del empleo en el tercer y cuarto trimestre de 2011, lo que es coherente con el aumento observado en la tasa de desempleo en los dos meses anteriores a octubre de 2011.

El total de horas trabajadas cayó, en términos intertrimestrales, en el segundo trimestre, tras un crecimiento positivo en el trimestre anterior. A nivel sectorial, la variación de las horas trabajadas pasó a ser ligeramente negativa en la construcción, después de haberse registrado un incremento en el trimestre precedente, lo que confirmó, en términos generales, la debilidad actual de este sector. En la industria (excluida la construcción), y, en menor medida, en los servicios, se registraron descensos similares.

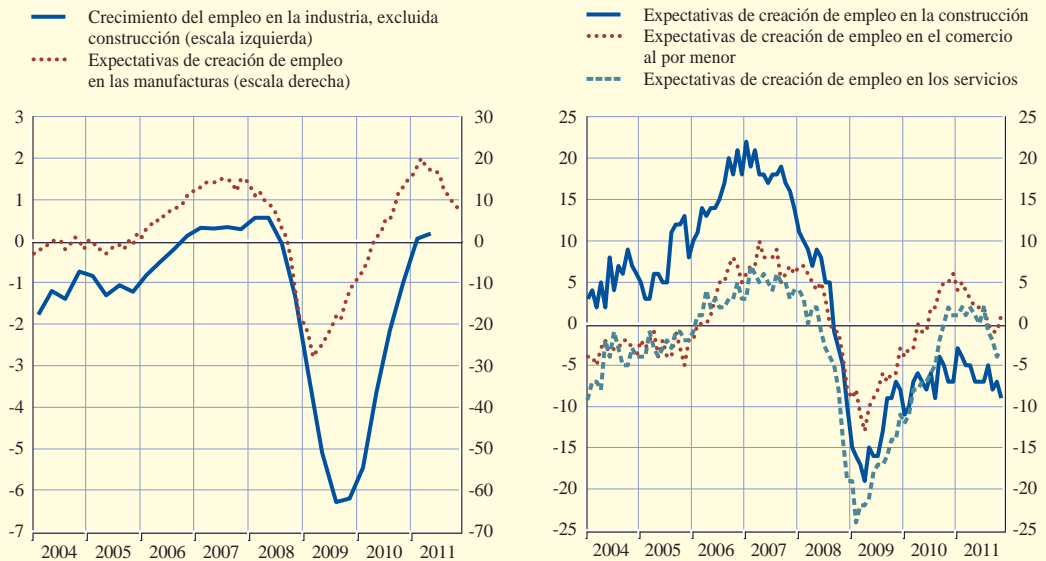
El empleo creció un 0,3%, en tasa intertrimestral, en el segundo trimestre de 2011, lo que supone un aumento con respecto al primer trimestre. El empleo total en los servicios registró un incremento del 0,4%, en tasa intertrimestral, en el segundo trimestre. Además, las variaciones en el empleo pasaron a ser ligeramente positivas durante el segundo trimestre del año en la industria (incluida la construcción), después de un crecimiento negativo durante el cuarto trimestre de 2010 y en el primer trimestre de 2011 (véase cuadro 9).

Si se consideran los indicadores de opinión, las encuestas de expectativas de creación de empleo sugieren, en consonancia con la mayor atonía de la actividad, que es probable que el crecimiento del empleo se reduzca en el tercer y cuarto trimestre de 2011. En particular, los PMI de la zona del euro relativos a las expectativas de empleo en las manufacturas y en los servicios empezaron a empeorar a mediados de 2011, y en noviembre se situaron próximos a 50, lo que apunta a un crecimiento del empleo prácticamente nulo. Las encuestas de opinión de la Comisión Europea presentan un panorama similar (véase gráfico 56).

La desaceleración del producto en la zona del euro, sumada a una mejora del empleo, ha provocado un descenso significativo en el crecimiento de la productividad. Desde el cuarto trimestre de 2009, el

### Gráfico 56 Crecimiento del empleo y expectativas de creación de empleo

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



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

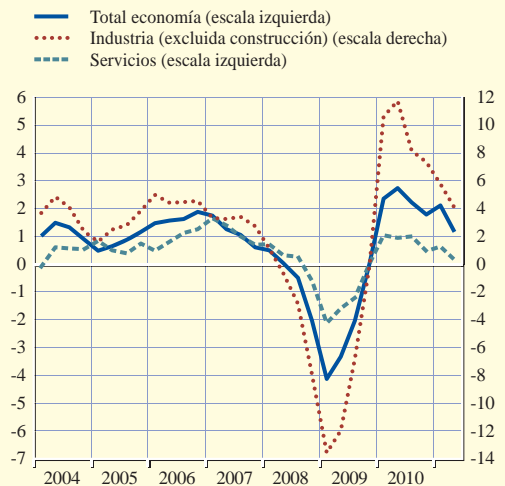
crecimiento de la productividad ha mostrado un patrón positivo en términos interanuales, repuntando en algunos sectores con más rapidez que en otros. Sin embargo, conforme aumentaba el empleo y disminuía el producto, la productividad se redujo.

Los últimos datos disponibles muestran un descenso del crecimiento de la productividad, en tasa interanual, en el segundo trimestre de 2011 (véase gráfico 57). Como parece que el crecimiento económico se está moderando, se prevé una nueva desaceleración en la productividad del trabajo. En el recuadro 10 se presenta un análisis de la evolución reciente de la productividad sectorial en la zona del euro y se compara con la de Estados Unidos.

La tasa de desempleo creció por segundo mes consecutivo, desde el 10,2% de septiembre de 2011, hasta el 10,3% de octubre, superando ligeramente el máximo alcanzado en el segundo trimestre de 2010 (véase gráfico 58). Junto con el reciente deterioro de las expectativas de creación de empleo, esto sugiere que la recuperación del mercado de trabajo en la zona del euro está llegando a su fin.

### Gráfico 57 Productividad del trabajo

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

**Recuadro 10**

**EVOLUCIÓN RECIENTE DE LA PRODUCTIVIDAD SECTORIAL EN LA ZONA DEL EURO Y EN ESTADOS UNIDOS**

El inicio de la recesión anunció un acusado descenso del crecimiento de la productividad agregada en la zona del euro, contrayéndose la productividad por persona ocupada un 4,1%, en tasa interanual, en el primer trimestre de 2009, según datos de contabilidad nacional. La productividad por hora trabajada cayó de manera menos pronunciada, ya que la organización flexible de la jornada laboral y las medidas frente a la crisis adoptadas en muchos países de la zona del euro (como los planes de reducción de las horas de trabajo en Alemania) ayudaron a las empresas de la zona a ajustar las horas de trabajo más que el empleo mientras duró la recesión<sup>1</sup>. Desde entonces, las consecutivas estimaciones trimestrales han mostrado mejoras sostenidas en el crecimiento de la productividad, observándose un crecimiento interanual positivo desde el cuarto trimestre de 2009. No obstante, detrás del repunte de la productividad agregada, se observa una evolución sustancialmente diferente de la evolución sectorial. En este recuadro se examina la reciente evolución sectorial en la zona del euro, antes de compararla con la de Estados Unidos durante la pasada década.

**Evolución reciente de la productividad en la zona del euro**

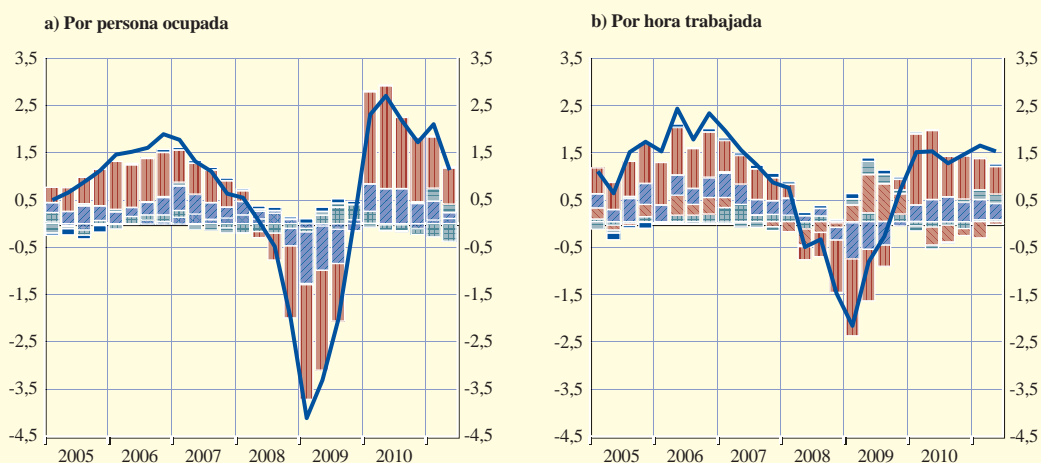
Tras la recesión, los primeros sectores en los que se observó un retorno a un crecimiento positivo de la productividad en la zona del euro fueron los servicios financieros y empresariales (que incluye la intermediación financiera y los seguros, actividades inmobiliarias y de alquiler, y servicios empresariales en

<sup>1</sup> Véase también el recuadro titulado «Evolución reciente de la productividad en la zona del euro y en Estados Unidos», *Boletín Mensual*, BCE, julio de 2011.

**Gráfico A Crecimiento de la productividad del trabajo y contribuciones sectoriales**

(tasas de variación interanual y contribuciones en puntos porcentuales; datos trimestrales)

- Agricultura y silvicultura
- Industria (excluida construcción)
- Construcción
- Comercio y transporte
- Servicios financieros y empresariales
- Servicios no de mercado
- Total economía



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.  
Nota: La última observación corresponde al segundo trimestre de 2011.

general), la construcción y la agricultura (véase gráfico A). Tanto en el sector de la construcción como en el de servicios financieros y empresariales, el temprano repunte se produjo principalmente como consecuencia de una fuerte destrucción del empleo. Más recientemente, el acusado crecimiento del empleo en este último sector ha moderado el crecimiento de la productividad del trabajo en los servicios financieros y empresariales hasta el punto de que se han observado contracciones en la productividad a partir del segundo trimestre de 2010.

Sin embargo, en general, los sectores que han impulsado de manera más importante el crecimiento de la productividad agregada en la zona del euro han sido el sector industrial (excluida la construcción) y, en menor medida, el sector del comercio y el transporte (que incluye el comercio minorista y el comercio mayorista, así como los subsectores de transporte y comunicaciones). Ambos sectores registraron una fuerte recuperación, consecuencia de repuntes en la demanda, tras las acusadas contracciones que se observaron en 2009. En la industria, las mejoras tan pronunciadas en la productividad, medida en términos de personas ocupadas y no de horas trabajadas (paneles a) y b) en el gráfico A), reflejan sin duda, en gran medida, el uso generalizado de planes de reducción de las horas de trabajo en ese sector durante la crisis, y su posterior desaparición al comenzar a recuperarse la demanda. Estos planes también se utilizaron en el sector del transporte, que se había visto igualmente muy afectado por la contracción del comercio mundial.

### **Comparación con la evolución sectorial en Estados Unidos**

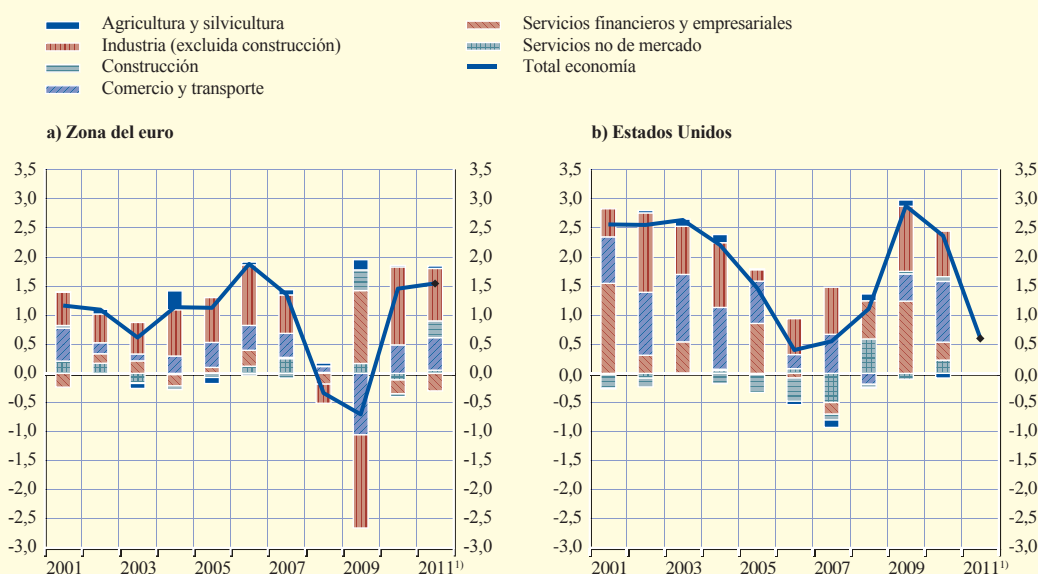
La evolución de la productividad del trabajo en términos intertrimestrales no está disponible con el mismo nivel de detalle por sectores para Estados Unidos, pero las Cuentas Económicas de Estados Unidos proporcionan estimaciones anuales hasta 2010. En el gráfico B se comparan, por tanto, el crecimiento de la productividad agregada por hora trabajada y las contribuciones de los principales sectores económicos, sobre la base de medias anuales, en la zona del euro y Estados Unidos desde 2001 (el primer año para el que se dispone de datos sobre horas trabajadas en la zona del euro). Desde una perspectiva de más largo plazo, en el gráfico B se ilustran claramente dos características que diferencian desde hace tiempo la zona del euro de Estados Unidos. En primer lugar, el crecimiento de la productividad por hora trabajada ha sido, por lo general, mayor en Estados Unidos que en la zona del euro. En segundo lugar, los patrones de crecimiento de la productividad tienen una base sectorial más amplia en Estados Unidos que en la zona del euro, donde el crecimiento parece deberse fundamentalmente a la industria.

El gráfico B, que considera la evolución más reciente, muestra una disminución de la productividad por hora trabajada durante la recesión mucho mayor en la zona del euro que en Estados Unidos, a pesar de que la magnitud de los descensos del PIB desde el máximo al mínimo cíclico fue similar en las dos economías. Este hecho puede estar relacionado, en cierta medida, con una legislación de protección del empleo más rígida en muchos países europeos, lo que probablemente ha contribuido a retrasar los ajustes en el mercado de trabajo en un momento en el que la demanda estaba seriamente afectada. Además, podría reflejar también un grado de atesoramiento de trabajo durante la crisis mayor en muchos de estos países que en Estados Unidos, sobre todo en países que habían experimentado una importante escasez de mano de obra en áreas clave antes de la recesión. Mientras tanto, en Estados Unidos la fuerte reducción de la actividad condujo a una destrucción de empleo significativa, que contribuyó a mantener el crecimiento de la productividad en territorio positivo durante la crisis.



Gráfico B Evolución de la productividad sectorial por hora trabajada en la zona el euro y en Estados Unidos

(tasas de variación interanual y contribuciones en puntos porcentuales; datos anuales)



Fuentes: Eurostat, Cuentas económicas de Estados Unidos y cálculos del BCE.

1) La última observación correspondiente a un año completo se refiere a 2010; las cifras correspondientes a 2011 son estimaciones basadas en los datos disponibles de los dos primeros trimestres, para la zona del euro, y de los tres primeros trimestres, para Estados Unidos. No se dispone aún de datos desagregados por sectores para Estados Unidos.

El gráfico B demuestra, asimismo, las marcadas diferencias entre los sectores que impulsaron el crecimiento de la productividad en las dos economías. Si bien, al menos hasta la reciente recesión, la evolución de la industria contribuyó en igual medida al crecimiento de la productividad agregada en las dos economías (añadiendo, en promedio, 0,7 puntos porcentuales al crecimiento de la productividad por hora trabajada en la zona del euro y 0,8 puntos porcentuales en Estados Unidos entre 2001 y 2007), se observa durante este período que un porcentaje mucho mayor del crecimiento de la productividad en Estados Unidos —que fue mucho más elevado que en la zona del euro— se debió al vigoroso crecimiento del comercio y el transporte, así como a los servicios financieros y empresariales. Entre 2001 y 2007, el sector del comercio y el transporte contribuyó, en promedio, aproximadamente 0,8 puntos porcentuales anuales al crecimiento de la productividad agregada de Estados Unidos, frente a solo 0,3 puntos porcentuales en la zona del euro. Al mismo tiempo, la contribución del sector de servicios financieros y empresariales al crecimiento de la productividad agregada de Estados Unidos fue de unos 0,4 puntos porcentuales al año, mientras que en la zona del euro su contribución fue nula (sobre la base de medias anuales). Estas diferencias se explican en parte por la difusión algo más lenta de las nuevas tecnologías (especialmente la tecnología de la información y las comunicaciones) en la zona del euro que en Estados Unidos<sup>2</sup>. Sin embargo, las diferencias pueden reflejar, también, la liberalización más generalizada de los servicios financieros en Estados Unidos durante la última década que en la zona del euro, lo que provocó tanto un fuerte crecimiento del valor añadido como una integración considerable (a menudo, mediante fusiones y adquisiciones).

2 Para más información sobre este aspecto, véase R. Gómez-Salvador, A. Musso, M. Stocker y J. Turunen, «Labour productivity developments in the euro area», *Occasional Paper Series*, n.º 53, BCE, Fráncfort del Meno, octubre de 2006.

Conforme Estados Unidos superaba la recesión, estos tres sectores rápidamente volvieron a ser los principales —y conjuntos— impulsores del crecimiento de la productividad agregada, haciéndola aumentar hasta aproximadamente el 2,5% en 2010. Desde la recuperación, también se ha observado en la zona del euro un retorno a patrones de contribución anteriores, representando en conjunto la industria (excluida la construcción) y, en menor medida, el comercio y el transporte el crecimiento del 1,5% en la productividad por hora trabajada observado en 2010. En fuerte contraste con la evolución en Estados Unidos, y tras un comienzo ligeramente prometedor en la fase inicial de recuperación, la contribución del sector de servicios financieros y empresariales de la zona del euro al crecimiento de la productividad agregada se ha detenido de nuevo (siendo su contribución negativa en 2010 y en el primer semestre de 2011).

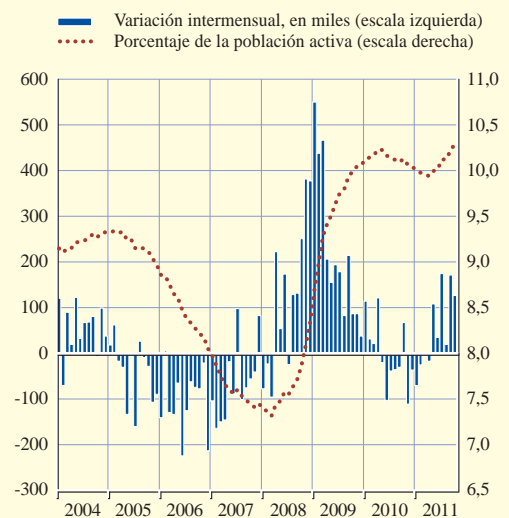
En resumen, mientras que el sector industrial muestra una contribución similar al crecimiento de la productividad en su conjunto en las dos áreas económicas, otros sectores —especialmente, el sector de servicios financieros y empresariales— presenta una contribución más elevada en Estados Unidos que en la zona del euro. Como parece que el crecimiento económico se está desacelerando, cabe esperar que se ralentice el crecimiento de la productividad en la zona del euro también. Los nuevos esfuerzos para fomentar la productividad en la zona del euro deberían incluir medidas encaminadas a reequilibrar los determinantes potenciales del crecimiento de la productividad, en concreto en los sectores de servicios que están registrando un peor comportamiento. Es posible que tales esfuerzos requieran reformas estructurales adicionales para potenciar la apertura de los mercados europeos y alentar las transacciones transfronterizas, con el fin de crear las condiciones necesarias para lograr mayores economías de escala, así como políticas encaminadas a estimular la innovación y promover el uso de tecnologías que favorezcan la productividad.

### 4.3 PERSPECTIVAS DE LA ACTIVIDAD ECONÓMICA

El PIB real de la zona del euro creció un 0,2%, en tasa intertrimestral, en el tercer trimestre de 2011, sin cambios con respecto al trimestre anterior. Los datos procedentes de las encuestas apuntan a un debilitamiento de la actividad económica en el cuarto trimestre de este año. Una serie de factores parece estar frenando el dinamismo subyacente del crecimiento en la zona del euro; entre ellos se incluyen una moderación en el ritmo de crecimiento de la demanda mundial, los efectos desfavorables que las continuas tensiones observadas en algunos mercados de deuda soberana de la zona del euro tienen sobre las condiciones generales de financiación y sobre la confianza, y el proceso de ajuste de los balances de los sectores financieros y no financieros. Al mismo tiempo, se espera que, en el próximo año, la actividad económica de la zona del euro se recupere, aunque de manera muy gradual, respaldada por una demanda mundial sostenida, tipos de interés a corto plazo muy bajos y todas las medidas adoptadas para apoyar el funcionamiento del sector financiero.

Gráfico 58 Desempleo

(datos mensuales desestacionalizados)



Fuente: Eurostat.

Esta valoración se ve reflejada, asimismo, en las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro de diciembre de 2011, según las cuales el crecimiento anual del PIB real se situará en un intervalo comprendido entre 1,5% y 1,7% en 2011, entre -0,4% y 1,0% en 2012 y entre 0,3% y 2,3% in 2013. En comparación con las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE de septiembre de 2011, se ha estrechado el intervalo correspondiente a la proyección del crecimiento del PIB real para 2011 y se ha efectuado una significativa revisión a la baja en el intervalo correspondiente a 2012. Estas revisiones reflejan, principalmente, el impacto que tienen sobre la demanda interna una menor confianza y el empeoramiento de las condiciones de financiación, que obedecen a una incertidumbre más elevada relacionada con la crisis de la deuda soberana, y las revisiones a la baja de la demanda exterior (véase también la sección 6).

En un entorno de elevada incertidumbre, los riesgos a la baja para las perspectivas económicas de la zona del euro son sustanciales y guardan relación, especialmente, con una nueva intensificación de las tensiones en los mercados financieros de la zona y con su posible contagio a la economía real. Los riesgos a la baja también están relacionados con la economía mundial, cuya atonía puede ser mayor de lo esperado, así como con presiones proteccionistas y con la posibilidad de que se produzca una corrección desordenada de los desequilibrios mundiales.

## 5 EVOLUCIÓN DE LAS FINANZAS PÚBLICAS

Según las previsiones económicas de la Comisión Europea de otoño de 2011, el déficit agregado de las Administraciones Públicas de la zona del euro se ha reducido considerablemente en 2011, hasta el 4,1 % del PIB, desde el 6,2 % en 2010, y se espera que continúe disminuyendo en 2012 y 2013, aunque a un ritmo más lento. No obstante, la deuda pública en relación con el PIB de la zona del euro seguirá aumentando. Conseguir superar la crisis de la deuda soberana y que las ratios de deuda de los países de la zona se sitúen en una trayectoria descendente sostenible depende fundamentalmente de la aplicación de políticas adecuadas y creíbles que sean acordes con el Pacto de Estabilidad y Crecimiento reforzado. Los acuerdos alcanzados tras la reunión del Consejo Europeo celebrada los días 8 y 9 de diciembre de 2011 constituyen un importante paso adelante para asegurar la disciplina presupuestaria.

### EVOLUCIÓN DE LAS FINANZAS PÚBLICAS EN 2011

Según las previsiones económicas de la Comisión Europea de otoño de 2011, el déficit agregado de las Administraciones Públicas de la zona del euro se reducirá desde el 6,2 % del PIB en 2010 hasta el 4,1 % en 2011. Esta clara mejora del saldo presupuestario de la zona en 2011 es ligeramente superior a la proyectada en las previsiones de la Comisión de primavera de 2011. Los resultados presupuestarios mejores de lo esperado en 2011 se deben principalmente a las medidas de saneamiento —de envergadura en algunos países— adoptadas en respuesta a la intensificación de las presiones en los mercados financieros (véase cuadro 10). La mayor parte del ajuste fiscal de 2011 es resultado de la reducción del gasto público, reflejo de la retirada gradual de las medidas de estímulo fiscal de carácter temporal que se introdujeron en 2009 y 2010 y de la disminución del consumo y la inversión públicos. Esto se traducirá en un descenso de 1,5 puntos porcentuales de la ratio de gasto de la zona del euro, hasta el 49,4 % del PIB en 2011. Mientras, la ratio de ingresos en relación con el PIB de la zona en su conjunto aumentará unos 0,6 puntos porcentuales, hasta el 45,3 % del PIB en 2011, debido fundamentalmente a las medias fiscales discrecionales adoptadas y pese al mayor crecimiento económico (véase gráfico 59).

Pese a los mejores resultados presupuestarios del agregado de la zona del euro, los esfuerzos de ajuste estructural han sido bastante heterogéneos en los distintos países. En algunos, estos esfuerzos no parecen suficientes para corregir a tiempo los déficits excesivos y subsanar las deficiencias existentes con respecto a los compromisos de saneamiento establecidos de común acuerdo. Con la excepción de Estonia, Luxemburgo y Finlandia, todos los países de la zona del euro son objeto de procedimientos de déficit excesivo (PDE). En este contexto, el Consejo ECOFIN del 4 de octubre de 2011 instó a los países con deficiencias importantes en el proceso de ajuste a que intensifiquen sus esfuerzos de saneamiento y

**Cuadro 10 Evolución de las finanzas públicas de la zona del euro**

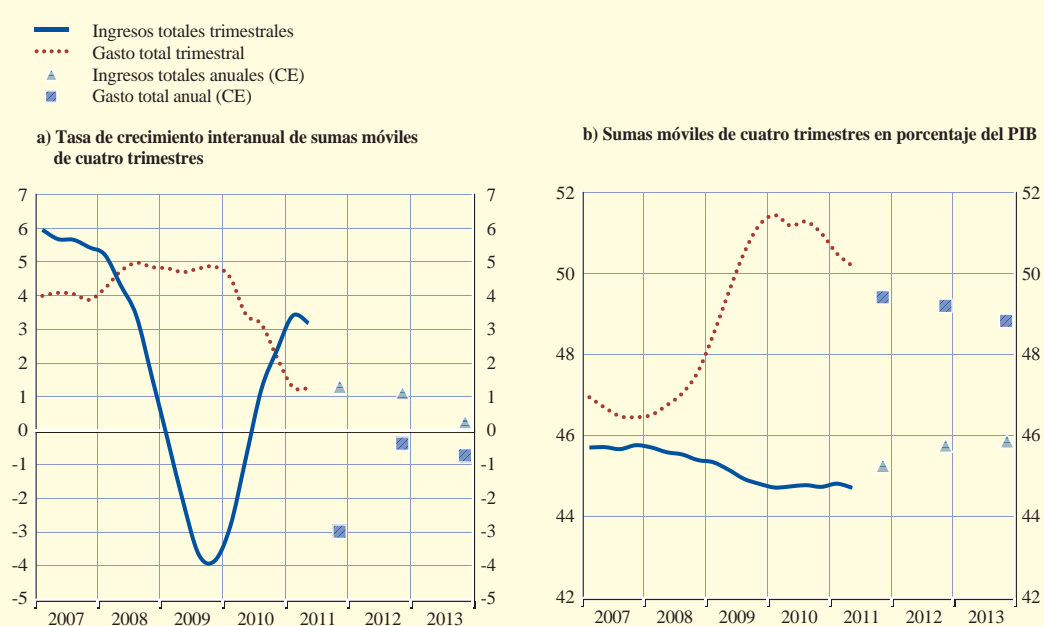
(en porcentaje del PIB)

	2008	2009	2010	2011	2012	2013
a. Ingresos totales	45,0	44,8	44,7	45,3	45,8	45,9
b. Gastos totales	47,1	51,2	50,9	49,4	49,2	48,8
De los cuales:						
c. Gasto por intereses	3,0	2,9	2,8	3,0	3,1	3,3
d. Gasto primario (b - c)	44,1	48,3	48,1	46,4	46,1	45,6
Saldo presupuestario (a - b)	-2,1	-6,4	-6,2	-4,1	-3,4	-3,0
Saldo presupuestario primario (a - d)	0,9	-3,5	-3,4	-1,2	-0,3	0,3
Saldo presupuestario ajustado de ciclo	-2,8	-4,6	-5,0	-3,2	-2,4	-2,1
Deuda bruta	70,1	79,8	85,6	88,0	90,4	90,9
Pro memoria: PIB real (tasa de variación interanual)	0,4	-4,2	1,9	1,5	0,5	1,3

Fuentes: Previsiones económicas de la Comisión Europea de otoño de 2011 y cálculos del BCE.

Notas: Los datos se refieren a las Administraciones Públicas. Pueden producirse discrepancias, debido al redondeo.

Gráfico 59 Estadísticas y previsiones trimestrales de las finanzas públicas en la zona del euro



Fuentes: Cálculos del BCE basados en datos nacionales y de Eurostat, previsiones económicas de la Comisión Europea de otoño de 2011.  
Nota: Los gráficos muestran la evolución de los ingresos y gastos totales en términos de sumas móviles de cuatro trimestres para el período comprendido entre el primer trimestre de 2007 y el segundo trimestre de 2011, más las previsiones anuales para 2011, 2012 y 2013 de las previsiones económicas de la Comisión Europea de otoño de 2011.

especifiquen las medidas necesarias para subsanar las deficiencias a la mayor brevedad posible y a más tardar en sus presupuestos para 2012.

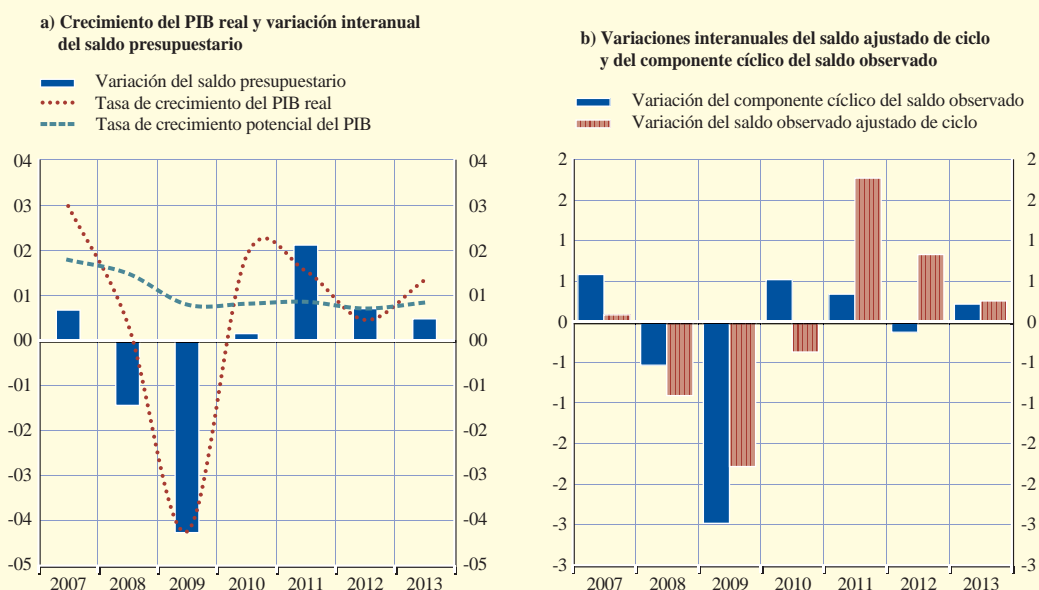
Según las previsiones de la Comisión Europea, la ratio de deuda bruta de las Administraciones Públicas de la zona del euro aumentará desde el 85,6% del PIB en 2010 hasta el 88% en 2011, más de lo proyectado en las previsiones de la Comisión de primavera de 2011. La ratio de deuda es inferior al umbral del 60% del PIB en solo cinco de los 17 países de la zona. Aunque el incremento de esta ratio en 2011 ha sido menos pronunciado que el del año pasado, se debe fundamentalmente a los déficits primarios, mientras que los ajustes entre déficit y deuda relacionados con las medidas adoptadas en apoyo del sistema financiero y el «efecto bola de nieve», esto es, el diferencial positivo entre el tipo de interés nominal y la tasa de crecimiento del PIB nominal, contribuyeron en menor medida al aumento de la ratio de deuda.

### PERSPECTIVAS DE LAS POLÍTICAS PRESUPUESTARIAS EN 2012 Y 2013

Según las previsiones económicas de la Comisión Europea de otoño de 2011, el déficit agregado de las Administraciones Públicas de la zona del euro registrará un descenso moderado, situándose en el 3,4% del PIB en 2012 y, con arreglo al supuesto habitual de que las políticas no se modificarán, en el 3% en 2013. La mejora presupuestaria prevista es principalmente atribuible a la reducción del déficit estructural, reflejo de la aplicación de medidas de saneamiento en varios países. Como consecuencia de las expectativas de desaceleración económica, que prevén que el crecimiento del PIB real caiga por debajo del crecimiento potencial en 2012, las condiciones cíclicas no contribuirían a lograr mejores resultados presupuestarios (véase gráfico 60). Las peores perspectivas económicas explican la mayor parte de las revisiones al alza de las proyecciones sobre la ratio de deuda pública, que alcanzan el 90,4% del PIB en 2012 y casi el 100% en 2013.

## Gráfico 60 Determinantes de la evolución presupuestaria de la zona del euro

(en puntos porcentuales del PIB; tasas de variación)



Fuentes: Previsiones económicas de la Comisión Europea de otoño de 2011 y cálculos del BCE.  
Nota: Los datos se refieren a las Administraciones Públicas.

Como consecuencia de la crisis de la deuda soberana y de las difíciles condiciones en los mercados, varios países han adoptado medidas de saneamiento adicionales en los últimos meses (algunas no incluidas todavía en las previsiones de la Comisión) para corregir sus déficits excesivos y situar su deuda en relación con el PIB en una trayectoria descendente sostenible. El breve repaso de la evolución presupuestaria reciente que se presenta a continuación se circunscribe a los países más importantes de la zona del euro y a aquellos acogidos a un programa de asistencia financiera de la UE y el FMI.

En Alemania, según las últimas previsiones del Gobierno, se espera que el déficit presupuestario de las Administraciones Públicas se reduzca hasta situarse aproximadamente en el 1 % del PIB en 2011, alrededor de 1,5 puntos porcentuales por debajo del objetivo fijado en la actualización del programa de estabilidad de abril de 2011. Esta mejora de la situación presupuestaria sería consecuencia principalmente de una evolución más favorable de los ingresos. El déficit se mantendría en torno al 1 % del PIB en 2012 y disminuiría hasta el 0,5 % del PIB en 2013. En consonancia con el objetivo de poner «freno a la deuda» establecido en la Constitución, el presupuesto de las Administraciones Públicas estaría equilibrado a partir de 2014, previéndose que la deuda pública en relación con el PIB descienda gradualmente desde el 83,2 % del PIB en 2010 hasta aproximadamente el 75,5 % en 2015.

En Francia, el primer ministro anunció la adopción de un nuevo paquete de medidas de saneamiento el 7 de noviembre para garantizar la consecución de los objetivos de déficit del programa de estabilidad para 2012 y 2013 (el 4,6 % y el 3 % del PIB, respectivamente). Se estima que el impacto presupuestario de estas medidas será de 7 mm de euros (aproximadamente el 0,34 % del PIB) en 2012 y de 4,7 mm de euros (alrededor del 0,22 % del PIB) en 2013. Aunque el nuevo paquete sigue basándose fundamentalmente en los ingresos, contiene importantes medidas relacionadas con el gasto, entre las que se incluye reducir del 2,8 % al 2,5 % el máximo fijado para la tasa de crecimiento interanual del gasto sanitario y

acortar el período de transición para aumentar la edad de jubilación de los 60 a los 62 años, medida esta última que entrará plenamente en vigor en 2017 en lugar de en 2018. En cuanto a las medidas relacionadas con los ingresos, las más importantes incluyen la congelación en 2012 y 2013 de los tipos impositivos del impuesto sobre la renta, el impuesto sobre el patrimonio y el impuesto sobre sucesiones y donaciones, la introducción de un nuevo tipo intermedio del IVA del 7%<sup>1</sup>, y la imposición de un gravamen adicional de carácter temporal del 5% al impuesto de sociedades que pagan las empresas con una cifra de negocios de más de 250 millones de euros. Se espera que el Parlamento adopte las nuevas medidas relacionadas con los ingresos como parte de la cuarta ley complementaria de los presupuestos para 2011.

En Italia, el nuevo Gobierno promulgó un decreto-ley el 4 de diciembre que incluía un nuevo paquete de medidas fiscales y estructurales que entró en vigor inmediatamente, pero que debe ser ratificado por el Parlamento en un plazo de 60 días. El paquete ascenderá a unos 30 mm de euros, de los que 20 mm de euros se destinarán a reducir el déficit y los 10 mm de euros restantes se utilizarán para aplicar medidas encaminadas a promover el crecimiento. Los principales elementos del paquete incluyen importantes medidas para reducir el gasto en pensiones, la reintroducción del impuesto a las viviendas en propiedad y subidas de los tipos del IVA. Actualmente, el Parlamento está debatiendo la introducción de una regla de equilibrio presupuestario en la Constitución.

En España, los datos más recientes sobre ejecución de los presupuestos y las cuentas nacionales correspondientes al tercer trimestre apuntan a una contracción cada vez mayor del gasto público. No obstante, el riesgo de desviaciones con respecto al objetivo de reducir hasta el 6% del PIB el déficit de las Administraciones Públicas este año ha aumentado en los últimos meses, como consecuencia de la disminución de los ingresos fiscales. La aprobación de los presupuestos generales para 2012 se aplazó por las elecciones generales que se celebraron el 20 de noviembre. El nuevo Gobierno tendrá que elaborar unos presupuestos convincentes para 2012 que sean acordes con los objetivos presupuestarios fijados (el 4,4% del PIB en 2012) a la mayor brevedad posible, y deberán basarse en unas previsiones prudentes de crecimiento económico e ingresos fiscales, lo que también es necesario para asegurar que los presupuestos de las Comunidades Autónomas para 2012 se sustenten en supuestos realistas sobre los ingresos.

En Grecia, parece que la estrategia fiscal a medio plazo adoptada en junio y agosto de 2011 no es suficiente para alcanzar los objetivos del programa de asistencia financiera de la UE y el FMI, debido a una evolución macroeconómica peor de lo esperado, a la persistente debilidad de la recaudación de impuestos y a la aplicación atrasada e incompleta de varias medidas. En respuesta a esta situación, en octubre, las autoridades adoptaron un conjunto de nuevas medidas de saneamiento presupuestario que ascienden aproximadamente al 3,2% del PIB hasta 2015. No obstante, es probable que sea necesario introducir medidas adicionales para asegurar que el déficit disminuya hasta situarse por debajo del 3% del PIB para 2014. El 27 de octubre, los jefes de Estado o de Gobierno de la zona del euro acordaron los parámetros actualizados del segundo programa de asistencia a Grecia para el período comprendido hasta 2014. El nuevo programa debe apoyarse en una financiación oficial adicional de hasta 130 mm de euros y, excepcionalmente, en un intercambio voluntario de deuda pública mantenida por el sector privado con una quita del 50% del valor nominal de la deuda griega, lo que debería asegurar, partiendo del supuesto de una aplicación rigurosa del programa, que la ratio de deuda de las Administraciones Públicas se reduzca hasta alrededor del 120% del PIB para 2020.

1 El tipo intermedio del IVA del 7% se ha introducido para determinados bienes y servicios que anteriormente estaban sujetos a un tipo reducido del 5,5% (por ejemplo, libros, servicios de telefonía, restaurantes y obras), mientras que para algunos productos básicos (como productos alimenticios y servicios públicos) se ha mantenido este tipo reducido. Se espera que esta modificación impositiva genere 1,8 mm de euros al año.

En Portugal, el Parlamento aprobó los presupuestos para 2012 el 30 de noviembre, con el objetivo de que la ratio de déficit se sitúe en el 4,5 % del PIB, en consonancia con el programa de asistencia financiera de la UE y el FMI. El esfuerzo de saneamiento, que según las estimaciones ascendería al 5,4 % del PIB, se basa principalmente en el gasto. Además de prorrogar el recorte medio del 5 % aplicado a los salarios públicos en 2011, las principales medidas que afectarán a los presupuestos para 2012 incluyen la suspensión adicional de la 13ª y la 14ª paga extraordinaria, reducción de las pensiones equivalente a la suspensión de las citadas pagas extraordinarias, medidas de saneamiento en el sector de atención sanitaria, reducción de las inversiones públicas y aumento de los ingresos procedentes del IVA (ya que muchos productos a los que se les aplicaban tipos reducidos o intermedios han pasado a estar gravados con el tipo estándar del 23 %).

En Irlanda, los expertos que participaron en la cuarta misión de evaluación del programa de asistencia financiera de la UE y el FMI llegaron a la conclusión de que el país va camino de cumplir el objetivo de situar el déficit de las Administraciones Públicas en el 10,6 % del PIB en 2011. Para los años siguientes, el Gobierno sigue comprometido a adoptar todas las medidas que sean necesarias para cumplir los objetivos de déficit del programa y lograr que este sea inferior al 3 % del PIB para 2015, en consonancia con el PDE. A principios de noviembre, las autoridades irlandesas publicaron un comunicado con la estrategia fiscal a medio plazo describiendo, en términos generales, el número y la composición de las medidas que será necesario adoptar para cumplir los compromisos del PDE en el período 2012-2015. Las medidas detalladas en las que se sustentará el ajuste, presentadas a principios de diciembre junto con los presupuestos para 2012, se basan algo más en el gasto e incluyen recortes del consumo público, mientras que, por el lado de los ingresos, las nuevas medidas se centran principalmente en los impuestos indirectos y en los impuestos sobre el capital.

#### **CONSIDERACIONES RELATIVAS A LA POLÍTICA FISCAL**

Como consecuencia de la intensificación de la crisis de la deuda soberana en los últimos meses, el clima de los mercados ha seguido deteriorándose. Concretamente, la preocupación de los mercados acerca de la situación de la deuda de Grecia ha aumentado sustancialmente y se ha centrado de manera creciente en las necesidades de financiación de la deuda soberana de España e Italia. Otros países de la zona del euro se han visto cada vez más afectados por este clima negativo. En este contexto, es fundamental restablecer la confianza en la sostenibilidad de las finanzas públicas. Es necesario corregir los déficits excesivos y, en caso de incumplimiento de las exigencias del PDE, se han de adoptar nuevas medidas de ejecución sin dilación. El saneamiento de las finanzas públicas debe centrarse principalmente en el gasto, al mismo tiempo que se deben impulsar reformas del gasto que promuevan el crecimiento y la eficiencia tributaria.

Para mejorar la vigilancia presupuestaria en la zona del euro es fundamental un marco de gobernanza presupuestaria reforzado, tanto para el conjunto de la zona del euro como a escala nacional. Las medidas legislativas adoptadas recientemente con el objeto de reforzar la gobernanza económica de la UE, y en particular de la zona del euro, representan un paso en la dirección correcta, pero no son suficientes para dar el «salto cualitativo» requerido. Concretamente, el marco revisado sigue dejando considerable margen de discrecionalidad en cuanto al cumplimiento y a las medidas de ejecución de la vigilancia presupuestaria (véase también el recuadro 11 sobre la reforma de la gobernanza). El nuevo mecanismo de ejecución reforzado, que entró en vigor a mediados de diciembre, debe aplicarse íntegramente en todos los países de la zona del euro respecto de los que el Consejo ECOFIN podría decidir acelerar los procedimientos para corregir el déficit excesivo.

Como paso para continuar fortaleciendo el marco de gobernanza económica, el 27 de octubre de 2011, los jefes de Estado o de Gobierno de los países de la zona del euro se comprometieron a emprender



nuevas reformas. En particular, las propuestas concretas prevén, entre otras medidas, que los países de la zona: i) adopten reglas de equilibrio presupuestario (en términos estructurales) en la legislación nacional, preferiblemente a nivel constitucional o equivalente, ii) basen los presupuestos nacionales en previsiones independientes de crecimiento y establezcan consejos fiscales, y iii) consulten a la Comisión Europea antes de adoptar reformas importantes de las políticas económicas o fiscales con posibles efectos de contagio. Además, el Consejo ECOFIN debe asegurar que se realice un seguimiento más estrecho y que se adopten medidas de ejecución adicionales en los países con déficit excesivo. Los acuerdos alcanzados tras la reunión del Consejo Europeo celebrada los días 8 y 9 de diciembre de 2011 representan otro importante paso para garantizar la disciplina presupuestaria. Se acordó avanzar hacia la unión económica y establecer un nuevo pacto fiscal. Desde la perspectiva de las finanzas públicas, un elemento clave del nuevo pacto fiscal es la regla de equilibrio presupuestario formulada en términos estructurales («freno a la deuda») en un tratado intergubernamental a escala europea, que deberá incorporarse a la legislación nacional antes de marzo de 2012, junto con un mecanismo de corrección automático en caso de que se produzcan desviaciones. Otros aspectos relevantes del pacto son la aprobación de sanciones semiautomáticas si los déficits presupuestarios superan el valor de referencia del 3% del PIB y la decisión de incorporar al derecho primario la regla numérica para la reducción de la deuda en países con una deuda pública superior al 60% del PIB.

Conseguir superar la crisis de la deuda soberana en la zona del euro depende fundamentalmente de la aplicación de políticas adecuadas y creíbles, incluidas medidas que tengan por objeto promover un ajuste económico y un crecimiento sostenible (véase también el recuadro 12 sobre devaluación fiscal). Para ello es necesario contar con marcos presupuestarios nacionales adecuados, fuertes incentivos para asegurar la aplicación de políticas fiscales sólidas, y una supervisión y unos mecanismos de ejecución de medidas eficaces a escala de la UE y de la zona del euro.

#### Recuadro 11

#### ENTRADA EN VIGOR DE UN MARCO DE GOBERNANZA ECONÓMICA REFORZADO

Tras las intensas negociaciones mantenidas sobre la reforma del marco de gobernanza económica de la UE, el Consejo de la UE, el Parlamento Europeo y la Comisión Europea alcanzaron un acuerdo en septiembre de 2011 que fue adoptado formalmente en noviembre. Las reformas entran en vigor a mediados de diciembre. En este recuadro se resumen y analizan brevemente los principales elementos del nuevo marco de gobernanza.

El programa de reformas tiene por objeto fortalecer la gobernanza presupuestaria y económica de la UE y, en particular, de la zona del euro<sup>1</sup>.

Los principales elementos del nuevo marco de gobernanza presupuestaria para reforzar la disciplina fiscal son: i) un umbral para el gasto en la vertiente preventiva del Pacto de Estabilidad y Crecimiento (PEC) como parte de una evaluación general de los progresos realizados para lograr el objetivo presupuestario a medio plazo de un país, utilizando el saldo estructural como referencia, ii) una regla numérica para valorar el cumplimiento del criterio de deuda pública en la vertiente correctiva del PEC, iii) nuevas sanciones económicas y medidas no financieras en los países de la zona del euro

<sup>1</sup> El programa de reforma de la gobernanza consta de seis textos legales. Para más detalles, véase el artículo titulado «La reforma de la gobernanza económica de la zona del euro: elementos esenciales», *Boletín Mensual*, BCE, marzo de 2011.

que incurran en incumplimiento, que se aplicarán en una fase más temprana del proceso de vigilancia y cuya intensidad aumentará gradualmente, iv) un mayor grado de automatismo en los procedimientos de vigilancia presupuestaria mediante el uso del sistema de votación por mayoría cualificada inversa (es decir, concretamente, las recomendaciones de la Comisión para imponer sanciones económicas se adoptarán automáticamente, salvo que el Consejo decida rechazarlas por mayoría cualificada), v) requisitos mínimos aplicables a los marcos presupuestarios nacionales de los Estados miembros, y vi) criterios mínimos para salvaguardar la independencia de las autoridades estadísticas nacionales y posibilidad de imponer sanciones económicas en caso de falsificación de datos estadísticos presupuestarios.

El nuevo marco de vigilancia macroeconómica tiene por objeto identificar y abordar los desequilibrios macroeconómicos en una fase temprana. El nuevo marco, aplicable a todos los Estados miembros de la UE, tiene una vertiente preventiva y otra correctiva con los siguientes elementos: i) un mecanismo de alerta temprana consistente en un cuadro formado por un conjunto limitado de indicadores macroeconómicos y una evaluación cualitativa anual de la situación económica y financiera realizada por la Comisión Europea, ii) exámenes exhaustivos de la evolución económica de aquellos Estados miembros en los que la Comisión haya identificado desequilibrios macroeconómicos significativos o riesgos de que se produzcan tales desequilibrios; iii) recomendaciones dirigidas a los Estados miembros para que apliquen políticas económicas específicas con el objeto de corregir o prevenir desequilibrios macroeconómicos, iv) posibilidad de que los Estados miembros en los que se hayan identificado desequilibrios macroeconómicos graves que puedan poner en peligro el correcto funcionamiento de la UEM sean objeto de un procedimiento de desequilibrio excesivo, que implica la formulación de recomendaciones más detalladas y estrictas para la aplicación de determinadas políticas y la obligación de presentar un plan de medidas correctoras en el que se especifiquen las políticas que se van a adoptar en respuesta a las recomendaciones y los plazos fijados por el Consejo, v) posibilidad de imponer sanciones económicas a los países de la zona del euro en forma de depósitos remunerados si el Consejo determina que el país en cuestión no ha cumplido la recomendación del Consejo en dos ocasiones consecutivas. En caso de incumplimiento reiterado de la recomendación del Consejo en el mismo procedimiento de desequilibrio excesivo, el depósito constituido se convertiría en una multa anual. Además, por norma general, a los países que no hayan logrado elaborar un plan de medidas correctoras que tenga en cuenta la recomendación del Consejo en dos ocasiones se les impondrá una multa.

Otros elementos nuevos incorporados a los textos legales son los siguientes: i) disposiciones para un «diálogo económico» con arreglo al cual el Parlamento Europeo podrá invitar al presidente del Consejo, a la Comisión y, cuando proceda, a los presidentes del Consejo Europeo y del Eurogrupo, a comparecer para debatir los resultados de la vigilancia multilateral, y ii) una revisión periódica de la aplicación de los actos jurídicos y su modificación en caso necesario.

Aunque estas reformas de la gobernanza constituyen un importante paso adelante, las medidas legislativas adoptadas no son suficientes para dar el «salto cualitativo» propugnado por el Consejo de Gobierno del BCE<sup>2</sup>. En particular, el nuevo marco todavía deja un margen considerable de discrecionalidad a la Comisión y al Consejo en el proceso de vigilancia presupuestaria y económica y para exigir su cumplimiento, lo que podría debilitar sustancialmente la eficacia de las reformas. Las principales limitaciones del nuevo marco son las siguientes.

2 Véase también el Dictamen del BCE de 16 de febrero de 2011 sobre la reforma del gobierno económico de la Unión Europea en la sección «Marco jurídico» del sitio web del BCE (<http://www.ecb.europa.eu>).

### **i) Necesidad de tomar en consideración las excepciones y numerosos factores relevantes**

El fortalecimiento de la vigilancia presupuestaria presenta importantes limitaciones en varios aspectos. En particular, la efectividad del establecimiento de un criterio numérico para el crecimiento neto del gasto se ve frenada por el hecho de que algunas categorías se excluyen del gasto agregado. Además, la valoración del cumplimiento de los criterios de déficit y de deuda se ha visto dificultada por la incorporación de una lista ampliada de factores relevantes que deben tomarse en consideración. En consecuencia, el incumplimiento de los criterios de déficit y de deuda no necesariamente se traducirá en la apertura de un procedimiento de déficit excesivo. En cuanto a la vigilancia económica, el nuevo procedimiento de desequilibrio excesivo únicamente será eficaz si se centra suficientemente en la corrección de los desequilibrios macroeconómicos perjudiciales, es decir, aquellos que representen una amenaza para el correcto funcionamiento de la unión monetaria, tales como pérdidas excesivas de competitividad, déficits por cuenta corriente persistentes y excesivos, aumentos insostenibles de los precios de los activos, incluidos los del sector inmobiliario, y niveles elevados de endeudamiento interno y externo. Además, el enfoque simétrico del cuadro de indicadores macroeconómicos en lo que respecta a detectar y evitar excesivas pérdidas/ganancias de competitividad, así como excesivos déficits/superávit por cuenta corriente, entraña el riesgo de que los esfuerzos de vigilancia realizados se diluyan y se desvíe la atención de los retos más serios para la unión monetaria.

### **ii) Insuficiente automatismo de los procedimientos de ejecución**

La introducción de sanciones en una fase más temprana y de manera más gradual y diferenciada se considera positiva, pero es necesario un mayor grado de automatismo en el proceso de toma de decisiones mediante el uso del sistema de votación por mayoría cualificada inversa en la mayor medida posible. En la vertiente preventiva del PEC, en el Consejo solo se utilizará un sistema de votación por mayoría simple algo más estricto una vez utilizado el sistema normal de votación por mayoría cualificada. Además, sigue quedando un margen considerable, ya que las sanciones económicas impuestas en el contexto de un procedimiento de déficit excesivo o de desequilibrio excesivo pueden reducirse o anularse debido a circunstancias económicas excepcionales o a una petición fundamentada del Estado miembro en cuestión a la Comisión. De igual modo, las sanciones asociadas al incumplimiento del criterio de deuda pública están sujetas a un período de transición de tres años a partir de la corrección de los actuales déficit excesivos.

### **iii) Riesgos para su aplicación**

La eficacia de las normas presupuestarias revisadas dependerá de su aplicación íntegra por parte de la Comisión y el Consejo. En comparación con el antiguo PEC, se espera que la Comisión desempeñe un papel más importante en los procedimientos, y también en lo que respecta a unos mecanismos de ejecución más rigurosos en caso de incumplimiento, ya que se ha reducido la discrecionalidad del Consejo para rechazar las recomendaciones de la Comisión. Una aplicación creíble de las medidas de vigilancia presupuestaria y económica exige que la Comisión adopte un enfoque riguroso y que el Consejo ejerza toda la presión posible e imponga sanciones a los países de la zona del euro que incurran en incumplimiento.

### **iv) Mayor complejidad**

El nuevo marco de gobernanza presupuestaria es extremadamente complejo en comparación con el antiguo PEC. Los Estados miembros tendrán que cumplir más obligaciones de información. En cuanto

a la Comisión, es necesario que realice análisis adicionales y que disponga de una amplia capacidad técnica, pudiendo ser difícil obtener y contrastar todos los datos necesarios a tiempo. Se prevé que la mayor complejidad reduzca la transparencia y la rendición de cuentas del nuevo marco de gobernanza presupuestaria y plantee, como mínimo, retos en materia de comunicación.

#### **v) Insuficiente fortalecimiento de los marcos presupuestarios nacionales**

Aunque la introducción de requisitos mínimos en los marcos presupuestarios nacionales se considera una medida positiva, los requisitos acordados no son suficientes, por lo que el fortalecimiento de estos marcos dependerá, en gran medida, de la voluntad política de los países. Al mismo tiempo, algunos Estados miembros han firmado recientemente el Pacto por el Euro Plus y se han comprometido a incorporar las normas fiscales del PEC a la legislación nacional. Algunos países ya han tomado la iniciativa a este respecto, y otros deberían seguir su ejemplo.

Como ha puesto de manifiesto la crisis de la deuda soberana, es esencial que la vigilancia económica y presupuestaria y que los procedimientos de ejecución sean eficaces para garantizar el correcto funcionamiento de la UEM. Aunque la reforma del marco de gobernanza de la UE es un paso en la dirección adecuada, es necesario hacer más, existiendo en la actualidad varias iniciativas en marcha.

### **Recuadro 12**

#### **DEVALUACIÓN FISCAL: UNA HERRAMIENTA DE AJUSTE ECONÓMICO**

Además de dificultades presupuestarias, algunos países de la zona del euro también afrontan problemas de competitividad que están generando persistentes déficits por cuenta corriente. Como no es posible llevar a cabo una devaluación nominal en países que participan en una unión monetaria, la competitividad debe recuperarse internamente. Para ello es necesario aplicar reformas estructurales que aumenten la productividad y ajustar los precios relativos, en particular moderar los salarios reales. En este recuadro se considera, desde una perspectiva analítica, la opción política de una «devaluación fiscal», propuesta en la literatura sobre este tema como otra herramienta que podría contribuir al proceso de ajuste económico.

La devaluación fiscal consiste en utilizar el sistema tributario para imitar una devaluación nominal del tipo de cambio, en particular mediante una subida de los impuestos a las importaciones y una reducción de los que gravan las exportaciones, modificando con ello el precio relativo de los productos nacionales y extranjeros. En la práctica, esto puede conseguirse indirectamente rebajando los impuestos que incrementan los costes de producción, como las cotizaciones sociales o el impuesto de sociedades y, por tanto, también influyen en el coste de las exportaciones, financiado mediante un aumento del IVA (teniendo en cuenta que las exportaciones están exentas del impuesto) o de los impuestos sobre la propiedad. No obstante, como consecuencia de diferencias en los calendarios de recaudaciones y de la rapidez de las reacciones, a corto plazo podrían producirse pérdidas de ingresos, incluso en caso de aplicarse una reforma fiscal presupuestariamente neutral, y suponer un obstáculo para países con restricciones presupuestarias a corto plazo. Además, la analogía con una modificación del tipo de cambio nominal no es perfecta, ya que una devaluación fiscal no va acompañada de un aumento de la oferta monetaria nacional.

El análisis teórico respalda la tesis de que una devaluación fiscal puede contribuir a recuperar la competitividad. El paso de un impuesto en origen a un impuesto en destino como, por ejemplo, de un impuesto sobre las rentas del trabajo o de sociedades al IVA o a un impuesto sobre las ventas conduce a una depreciación fiscal inmediata. Normalmente, esto no causaría un impacto a largo plazo<sup>1</sup> porque el tipo de cambio efectivo real finalmente se ajustaría, ya sea a través de una apreciación (en el caso de países con un tipo de cambio flexible) o de la inflación (en el de países con tipo de cambio fijo, incluidos los que forman parte de una unión monetaria). No obstante, en determinados países de la zona del euro, el punto de partida es el de un desequilibrio caracterizado por un tipo de cambio efectivo real sobrevalorado. En tal caso, la devaluación fiscal simplemente aceleraría un proceso de ajuste necesario y no cabría esperar que reemplace a las reformas estructurales requeridas.

Además, las simulaciones realizadas aplicando modelos de equilibrio dinámico sugieren que la devaluación fiscal tendría que ser grande para causar un impacto significativo en la competitividad y el comercio. Esto queda confirmado en las simulaciones efectuadas por expertos del BCE utilizando el modelo de la zona del euro y la economía global (Euro Area and Global Economy, EAGLE), así como otros trabajos de investigación recientes<sup>2</sup>. La evidencia empírica tiende asimismo a corroborar que las modificaciones moderadas de los impuestos nacionales apenas influyen en el comercio<sup>3</sup>. Al mismo tiempo, todavía no se ha realizado ningún estudio que considere el caso concreto de países pertenecientes a un área monetaria que partan de una posición de falta de competitividad.

No obstante, es probable que las reformas encaminadas a que los impuestos se trasladen de los insumos al consumo sean beneficiosas desde una perspectiva económica más amplia. Recortar los impuestos sobre las rentas del trabajo o los beneficios e incrementar los impuestos sobre el consumo o sobre la propiedad podría impulsar el crecimiento estructural de manera adicional al efecto (posiblemente limitado) causado por el aumento de las exportaciones netas. Este tipo de reforma reduciría el sesgo tributario en contra del ahorro e impulsaría la oferta de trabajo. Además, una estructura impositiva más atractiva podría favorecer la inversión, incluida la inversión exterior directa. Se dispone de sólida evidencia empírica de que el cambio a impuestos que graven el consumo o la propiedad tienen un efecto positivo sobre el crecimiento<sup>4</sup>.

Para proteger cualquier mejora de la competitividad lograda como consecuencia de una devaluación fiscal es importante evitar un aumento de las expectativas de inflación. Por un lado, si se recortan los impuestos de sociedades o las cotizaciones sociales con cargo a la empresa, los costes de producción disminuyen inmediatamente, lo que también permitirá reducir los precios netos de IVA, de forma que

1 Véase G. Grossman, «Border Tax Adjustments: Do They Distort Trade?», *Journal of International Economics*, vol. 10(1), pp. 117-128, 1980. Véase también M. Feldstein y P. Krugman, «International Trade Effects of Value-Added Taxation» en A. Razin y J. Slemrod (eds.), *Taxation in the Global Economy*, University of Chicago Press, 1990, que argumentan, entre otras cosas, que el IVA puede afectar al comercio si sustituye a un impuesto distorsionador o si los tipos impositivos aplicados al sector de comerciables difieren, en la práctica, de los del resto de la economía.

2 Véanse F. Franco, «Improving competitiveness through devaluation, the case of Portugal», mimeo, New University of Lisbon, 2010, y A. Lipińska y L. von Thadden, «Monetary and fiscal policy aspects of indirect tax changes in a monetary union», *Working Paper Series*, n.º 1097, BCE, Fráncfort del Meno, octubre de 2009.

3 Véanse M.A. Desai, y J.R. Hines, «Value-Added Taxes and International Trade: The Evidence», mimeo, University of Michigan, 2002, y M. Keen y M. Syed, «Domestic Taxes and International Trade: Some Evidence», *Working Paper Series*, FMI, WP/06/47, 2006.

4 Véase, por ejemplo, Å. Johansson et al., «Taxation and Economic Growth», *Economics Department Working Papers*, OCDE, n.º 620, 2008, que consideran que el IVA y los impuestos sobre la propiedad son los impuestos que menos afectan al crecimiento, mientras que los impuestos sobre las rentas del trabajo y los impuestos de sociedades son los más perjudiciales. Para el caso concreto de un país pequeño de la zona del euro, V. Alemeida et al., «Fiscal consolidation in a small euro area economy», *Working Paper Series*, Banco de Portugal, mayo de 2011, utilizan un modelo nekeynesiano de equilibrio general para considerar distintas opciones de saneamiento presupuestario, y llegan a la conclusión de que una subida de IVA es mejor para el crecimiento y el empleo que un aumento del impuesto sobre las rentas del trabajo, aunque la mejor opción son los recortes del gasto.



es probable que la inflación, excluido el efecto del IVA, sea más baja, aunque el impacto es incierto y los márgenes también podrían aumentar. Por otro lado, el aumento paralelo del IVA tendrá un efecto transitorio inmediato sobre la inflación, con el riesgo de que posibles efectos de segunda vuelta sobre los salarios y los precios contrarresten cualquier impacto positivo en la competitividad. En los países con normas automáticas que vinculan los ajustes salariales a la inflación, la mejora de la competitividad sería necesariamente efímera.

En general, una devaluación fiscal en la que los impuestos sobre las rentas del trabajo o de sociedades sean reemplazados, en cierta medida, por el IVA o por impuestos sobre la propiedad, puede suponer una contribución positiva, aunque limitada, al ajuste económico necesario en los países de la zona del euro con problemas de competitividad. Al mismo tiempo, una devaluación fiscal no puede sustituir a las reformas estructurales necesarias, sino ser un complemento de dichas reformas. Más allá de estas consideraciones, una estructura tributaria más eficiente que favorezca el ahorro y la inversión puede conducir a un mayor crecimiento real en términos más generales.

## 6 PROYECCIONES MACROECONÓMICAS ELABORADAS POR LOS EXPERTOS DEL EUROSISTEMA PARA LA ZONA DEL EURO

A partir de los datos disponibles hasta el 25 de noviembre de 2011, los expertos del Eurosistema han elaborado una serie de proyecciones sobre la evolución macroeconómica de la zona del euro<sup>1</sup>. La actividad económica de la zona del euro se ha debilitado en el segundo trimestre de 2011, como consecuencia del debilitamiento de la demanda mundial y de un empeoramiento sustancial de la confianza empresarial y de los consumidores observado en los últimos meses, en un entorno de mayor incertidumbre derivada de la intensificación de las tensiones existentes en los mercados financieros, descenso significativo de los precios de las cotizaciones bursátiles y empeoramiento de las condiciones de financiación en un número cada vez mayor de países de la zona del euro. Partiendo del supuesto de que la crisis financiera no se intensifique en mayor medida, las proyecciones indican que el crecimiento del PIB real se recuperará durante 2012 y mejorará ligeramente en 2013. No obstante, se espera que la recuperación se vea afectada por la reestructuración de los balances que está teniendo lugar en muchos sectores y por las adversas condiciones de financiación vigentes en muchas partes de la zona del euro durante el horizonte temporal contemplado por las proyecciones. Al mismo tiempo, se espera que la recuperación se vea progresivamente respaldada por un fortalecimiento de la demanda mundial y un descenso de la inflación de los precios de la energía y de los alimentos, que refuerce las rentas reales, así como por el impacto favorable sobre la demanda interna de los muy bajos niveles de los tipos de interés a corto plazo y de las medidas adoptadas para restablecer el funcionamiento del sistema financiero. De acuerdo con las proyecciones, el crecimiento medio anual del PIB real se situará en un intervalo comprendido entre el 1,5% y el 1,7% en 2011, entre el -0,4% y el 1,0% en 2012 y entre el 0,3% y el 2,3% en 2013. Se espera que la inflación de la zona del euro medida por el IAPC se mantenga a corto plazo en un nivel elevado y que más adelante descienda significativamente. La tasa media de inflación medida por el IAPC se situará entre el 2,6% y el 2,8% en 2011, entre el 1,5% y el 2,5% en 2012 y entre el 0,8% y el 2,2% en 2013. Este perfil refleja en gran medida los efectos de base a la baja sobre los precios de la energía y de los alimentos durante 2012, así como los supuestos de mantenimiento o de descenso de los precios de las materias primas. La inflación medida por el IAPC, excluidos los alimentos y la energía aumentará ligeramente durante el horizonte temporal de las proyecciones, como consecuencia de una demanda interna relativamente moderada y de la contención de los costes laborales.

1 Las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema han sido preparadas conjuntamente por los expertos del BCE y de los bancos centrales nacionales de la zona del euro y constituyen una aportación semestral a la valoración que el Consejo de Gobierno realiza sobre la evolución económica y sobre los riesgos para la estabilidad de precios. En la publicación titulada «A guide to Eurosystem staff macroeconomic projections exercises» (BCE, junio de 2011), disponible en la dirección del BCE en Internet, se facilita más información sobre los procedimientos y técnicas utilizados. Para expresar el grado de incertidumbre que rodea las proyecciones, se presentan, para cada variable, intervalos basados en las diferencias entre las cifras observadas y las proyecciones elaboradas en los últimos años. La técnica utilizada, que prevé una corrección por acontecimientos excepcionales, se explica en la publicación titulada «New procedure for constructing Eurosystem and ECB staff projection ranges» (BCE, diciembre de 2009), que también puede consultarse en la dirección del BCE en Internet.

### Recuadro 13

#### SUPUESTOS TÉCNICOS RELATIVOS A LOS TIPOS DE INTERÉS, LOS TIPOS DE CAMBIO, LOS PRECIOS DE LAS MATERIAS PRIMAS Y LAS POLÍTICAS FISCALES

Los supuestos técnicos relativos a los tipos de interés y a los precios de las materias primas se basan en las expectativas de los mercados consideradas hasta el 17 noviembre de 2011<sup>1</sup>. El supuesto sobre los tipos de interés a corto plazo tiene un carácter puramente técnico. Los tipos de interés a corto

1 Los supuestos relativos a los precios del petróleo y de los alimentos se basan en los precios de los futuros hasta el final del horizonte temporal de las proyecciones. Los supuestos referidos a otras materias primas reflejan los precios de los futuros hasta el cuarto trimestre de 2012 y, a partir de entonces, experimentarán una evolución acorde con la actividad económica mundial.

plazo se miden por el EURIBOR a tres meses y las expectativas de los mercados se basan en los tipos de interés de los futuros. Según esta metodología, el nivel medio de los tipos de interés a corto plazo será del 1,4% en 2011, del 1,2% en 2012 y del 1,4% en 2013. Las expectativas de los mercados sobre el rendimiento nominal de la deuda pública a diez años de la zona del euro muestran un nivel medio del 4,4% en 2011, del 5,3% en 2012 y del 5,6% en 2013. Como reflejo de la trayectoria de los tipos de interés de mercado futuros y de la transmisión gradual de las variaciones de los tipos de interés de mercado a los tipos de interés aplicados a los préstamos, se espera que los tipos aplicados por las entidades bancarias a los préstamos a largo y a corto plazo sigan aumentando gradualmente durante el horizonte de las proyecciones. Se estima que las condiciones crediticias en el conjunto de la zona del euro afectarán negativamente a la actividad. En cuanto a los precios de las materias primas, sobre la base de la trayectoria implícita en los mercados de futuros en las dos semanas previas a la fecha de cierre de los datos, se considera que los precios del barril de Brent se situarán, en promedio, en 111,5 dólares estadounidenses en 2011, 109,4 en 2012 y 104,0 en 2013. Se estima que los precios de las materias primas no energéticas en dólares estadounidenses aumentarán en un 17,8% en 2011, descenderán un 7,3% en 2012 y aumentarán en un 4,3% en 2013.

Se parte del supuesto de que, durante el horizonte de las proyecciones, los tipos de cambio bilaterales permanecerán estables en los niveles medios registrados en las dos semanas previas a la fecha de cierre de los datos, lo que implica que el tipo de cambio entre el euro y el dólar estadounidense se situará en 1,40 en 2011 y en 1,36 en 2012 y en 2013. En promedio, el tipo de cambio efectivo del euro se mantendrá inalterado en 2011 y se depreciará un 0,9% en 2012.

Los supuestos relativos a la política fiscal se basan en los planes presupuestarios nacionales de cada uno de los países de la zona del euro a fecha de 25 de noviembre de 2011, e incluyen todas las medidas que ya han sido aprobadas por los parlamentos nacionales o que han sido concretadas en detalle por los Gobiernos y probablemente sean aprobadas tras su tramitación legislativa.

## ENTORNO INTERNACIONAL

El impulso del crecimiento mundial se debilitó a lo largo de 2011. En el segundo semestre del año, la influencia positiva procedente de la normalización de las perturbaciones de la cadena de suministro tras los desastres naturales ocurridos en Japón se vio anulada por las nuevas tensiones de los mercados financieros de todo el mundo, debidas principalmente a la intensificación de la crisis de deuda soberana en la zona del euro y a la creciente preocupación acerca de la sostenibilidad presupuestaria en otras grandes economías avanzadas. Esta situación ha socavado la confianza de consumidores y empresas en todo el mundo. En cuanto al futuro, se espera una recuperación gradual, aunque distintas circunstancias desfavorables, como la necesidad de sanear los balances y la debilidad de los mercados de trabajo y de la vivienda de algunas de las principales economías avanzadas, implican un período prolongado de crecimiento lento, especialmente en algunos países avanzados, lo que refrenará el ritmo de la recuperación mundial. En las economías emergentes el ritmo de crecimiento sigue siendo bastante vigoroso, aunque se espera que pierda intensidad, debido a las medidas más restrictivas de política monetaria introducidas anteriormente dirigidas a reducir los desequilibrios financieros y las presiones sobre los precios, así como al descenso previsto de la demanda externa y a los efectos adversos de contagio de las turbulencias financieras mundiales. El crecimiento del PIB real mundial fuera de la zona del euro, que se situó en el 5,7% en 2010, descenderá hasta el 4,1% en 2011 y hasta el 3,9% en 2012 y se incrementará hasta el 4,5% en 2013. Se estima que el crecimiento de la demanda externa en la zona del euro disminuirá desde el 11,8% en 2010 hasta el 6,4% en 2011 y hasta el 4,8% en 2012, y aumentará hasta el 6,9% en 2013.



**PROYECCIONES REFERENTES AL CRECIMIENTO DEL PIB REAL**

El PIB real de la zona del euro registró un crecimiento moderado en el tercer trimestre de 2011, incrementándose un 0,2% en términos intertrimestrales, una tasa igual a la del segundo trimestre. Si bien una serie de factores temporales, tanto internos como externos, han influido negativamente en la actividad en el segundo trimestre de 2011, la debilidad del dinamismo subyacente del crecimiento de la zona del euro durante los últimos meses ha reflejado en mayor medida el impacto de la crisis de la deuda soberana de la zona del euro y el endurecimiento asociado de la política fiscal de algunos países de la zona. En el ámbito interno, la influencia adversa del incremento de la incertidumbre relacionada con la intensificación de las tensiones presentes en los mercados financieros de la zona del euro se han traducido en un empeoramiento sustancial de la confianza empresarial y de los consumidores, un acusado descenso de las cotizaciones bursátiles en los países de la zona del euro y un endurecimiento de las condiciones de financiación para hogares y sociedades no financieras en distintos países. Debido a que la demanda externa también se debilitó en 2011, no se espera que los factores externos compensen el efecto adverso de estos factores internos a corto plazo. Respecto al futuro, en el supuesto de que la crisis financiera no se intensifique en mayor medida, se espera que el crecimiento del PIB real repunte durante 2012 y que mejore ligeramente en 2013. Con todo, se prevé que la recuperación se vea frenada por la reestructuración de los balances que está teniendo lugar en muchos sectores y por las desfavorables condiciones de financiación vigentes en muchos países de la zona del euro durante el horizonte temporal de las proyecciones. Al mismo tiempo, se espera que la recuperación se vea apoyada por una mejora de la demanda mundial y por una bajada de los precios de la energía y de los alimentos que refuerce las rentas reales, además de por el impulso favorable que sobre la demanda interna tendrán el muy bajo nivel de los tipos de interés a corto plazo y las medidas adoptadas para restablecer el funcionamiento del sistema financiero. En conjunto, se estima que la recuperación será muy lenta. De acuerdo con las proyecciones, el crecimiento anual del PIB real de la zona del euro se situará en un intervalo de entre el 1,5% y el 1,7% en 2011, el -0,4% y el 1,0% en 2012 y el 0,3% y el 2,3% en 2013.

De forma más detallada, se proyecta que el crecimiento del consumo privado de la zona del euro sea bastante moderado hasta mediados de 2012, principalmente como resultado de la debilidad del patrón de crecimiento de la renta real disponible, y que a partir de entonces repunte ligeramente. El crecimiento de la renta nominal disponible se verá afectado por la atonía del crecimiento del empleo, conjuntamente con la moderación de los incrementos salariales y de las transferencias de renta, que se espera que sean restringidos como consecuencia del endurecimiento de las medidas de política fiscal introducidas en muchos de los países de la zona del euro. Aunque el efecto adverso de anteriores subidas de los precios de las materias primas ha moderado la renta real disponible, se espera que las presiones sobre estos

**Cuadro II Proyecciones macroeconómicas para la zona del euro**(tasas medias de variación anuales) <sup>1), 2)</sup>

	2010	2011	2012	2013
IAPC	1,6	2,6 - 2,8	1,5 - 2,5	0,8 - 2,2
PIB real	1,8	1,5 - 1,7	-0,4 - 1,0	0,3 - 2,3
Consumo privado	0,8	0,3 - 0,5	-0,4 - 0,6	0,0 - 1,8
Consumo público	0,5	-0,3 - 0,5	-0,5 - 0,7	-0,3 - 1,3
Formación bruta de capital fijo	-0,6	1,6 - 2,4	-1,6 - 1,8	-0,5 - 4,3
Exportaciones (bienes y servicios)	10,8	5,4 - 7,2	0,3 - 6,1	2,1 - 8,9
Importaciones (bienes y servicios)	9,2	4,0 - 5,4	-0,5 - 5,1	1,7 - 8,1

1) Las proyecciones relativas al PIB real y sus componentes se basan en datos ajustados por días laborables. Las proyecciones relativas a exportaciones e importaciones incluyen los intercambios entre los países de la zona del euro.

2) Las proyecciones relativas a 2010 incluyen a Estonia como parte integrante de la zona del euro. Las tasas medias de variación anuales para 2011 se basan en una composición de la zona del euro que incluye a Estonia ya en 2010.

precios disminuyan, lo que representará un apoyo progresivo para la dinámica de la renta real disponible. La tasa de ahorro de la zona del euro se mantendrá prácticamente sin variación respecto del nivel actual durante el resto del horizonte temporal de las proyecciones. Lo que refleja la estimación de que el impacto al alza esperado en la tasa de ahorro asociado al aumento de la incertidumbre y el descenso de la confianza se verán compensados en términos generales por una necesidad de reducir el ahorro a fin de normalizar el consumo, en vista de la debilidad de la evolución de la renta real. Como consecuencia de la expansión solo gradual del empleo, la tasa de paro de la zona del euro aumentará ligeramente durante 2012 y a partir de entonces descenderá paulatinamente.

Según las proyecciones, la inversión privada no residencial de la zona del euro se verá afectada como resultado del mantenimiento de unas condiciones de financiación desfavorables en varios países de la zona del euro, en un entorno de elevada incertidumbre. Se prevé un estancamiento a corto plazo y una recuperación gradual durante el resto del horizonte temporal contemplado, apoyada por el fortalecimiento del crecimiento de las exportaciones, un repunte moderado de la demanda interna y una rentabilidad moderada sostenida. Se espera que el crecimiento de la inversión residencial sea incluso más lento, debido a los ajustes que se están realizando en el mercado de la vivienda de algunos países de la zona del euro, que se reflejan también en el ritmo muy moderado de la evolución de los precios de la vivienda. La inversión pública descenderá sustancialmente en 2011 y 2012 y se estabilizará en 2013, como consecuencia de las medidas de consolidación fiscal anunciadas en varios países de la zona del euro.

En consonancia con el patrón de demanda externa, el ritmo de crecimiento de las exportaciones se ralentizará a corto plazo y posteriormente recobrará un impulso gradual durante el curso de 2012. Se proyecta una trayectoria similar para el crecimiento de las importaciones. En conjunto, como consecuencia del ligero aumento del crecimiento de las exportaciones desde principios de 2012, se espera que la demanda exterior neta aporte una contribución positiva al crecimiento intertrimestral del PIB durante el horizonte temporal de las proyecciones.

Se estima que la crisis ha afectado negativamente al crecimiento potencial, aunque la magnitud exacta de ese impacto sigue siendo muy incierta. Es probable que la continua debilidad de la actividad reduzca en mayor medida el crecimiento del producto potencial. No obstante, teniendo en cuenta la debilidad de las perspectivas de crecimiento, la brecha de producción se ampliará en 2012 y se estrechará ligeramente en 2013.

#### **PROYECCIONES SOBRE PRECIOS Y COSTES**

De acuerdo con las proyecciones, la tasa media de inflación interanual medida por el IAPC de la zona del euro se mantendrá durante el primer trimestre de 2012 por encima del 2%, debido a las anteriores subidas de los precios de las materias primas y, en parte, al aumento de los impuestos indirectos y se espera que más adelante se modere considerablemente. Este patrón refleja en gran parte un acusado descenso de la contribución de los precios de la energía, como consecuencia de la disminución gradual del impacto de anteriores subidas de los precios del petróleo y del supuesto de que los precios del crudo seguirán bajando a lo largo del horizonte temporal considerado. Se espera que el incremento de los precios de los alimentos se modere a partir de mediados de 2012, una vez que las actuales presiones latentes hayan pasado. Por último, la inflación medida por el IAPC excluidos los alimentos y la energía aumentará ligeramente, como reflejo de la relativa debilidad de la demanda interna y de la contención de los costes laborales. Se estima que la tasa media de inflación medida por el IAPC se situará en un intervalo comprendido entre el 2,6% y el 2,8% en 2011, entre el 1,5% y el 2,5% en 2012 y entre el 0,8% y el 2,2% en 2013.

De forma más detallada, las presiones externas sobre los precios se han relajado y se espera que registren una caída acusada a lo largo del horizonte temporal de las proyecciones, debido principalmente a la estabilización o a la bajada de los precios de las materias primas. La tasa media de crecimiento interanual del deflator de las importaciones, que alcanzó un máximo a principios de 2011, registrará un marcado descenso en 2012 y disminuirá algo más en 2013, debido en parte a la ralentización del ritmo de crecimiento del comercio internacional y al descenso de la inflación mundial. Por lo que se refiere a las presiones internas sobre los precios, se espera que la tasa de crecimiento interanual de la remuneración por asalariado se reduzca en el primer semestre de 2012, en gran parte como consecuencia del impacto de los pagos extraordinarios realizados en el primer semestre de 2011. La tasa de crecimiento interanual de remuneración por asalariado repuntará en el segundo semestre de 2012, estabilizándose posteriormente. Esta trayectoria refleja el impacto de factores compensatorios. Por una parte, los pasados incrementos de la inflación de los precios de consumo podrían generar presiones al alza. Por otra parte, se espera que la ralentización generalizada de la actividad económica y la persistente debilidad de la situación del mercado de trabajo ejerzan presiones a la baja sobre los salarios. Teniendo en cuenta la inflación bastante elevada de los precios de consumo de este año, se estima que la remuneración real por asalariado descenderá en 2011 y 2012 y se recuperará ligeramente a partir de entonces. El crecimiento de los costes laborales unitarios se incrementará ligeramente en 2012 y descenderá posteriormente. Este perfil refleja una caída cíclica del crecimiento de la productividad en 2012 —debido a que el crecimiento de la actividad se debilita sustancialmente y el crecimiento del empleo se ajusta solo parcialmente— y un incremento posterior durante 2013. Se espera que el crecimiento de los márgenes siga siendo bajo en 2011 y 2012, como consecuencia del descenso de la demanda agregada y del aumento de los costes laborales unitarios. De acuerdo con las proyecciones, los márgenes se recuperarán en 2013 a medida que se recobre la actividad. El incremento de los precios administrados y de los impuestos indirectos contribuirá sustancialmente a la inflación medida por el IAPC en 2011 y en 2012, como consecuencia del proceso de consolidación fiscal que está teniendo lugar en varios países de la zona del euro, y se espera que su impacto sea menor en 2013, si bien ello refleja, en parte, la falta de información detallada sobre las medidas fiscales proyectadas para ese año.

### COMPARACIÓN CON LAS PROYECCIONES DE SEPTIEMBRE DE 2011

En comparación con las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE publicadas en el Boletín Mensual de septiembre de 2011, el intervalo de crecimiento del PIB real proyectado para 2011 se ha estrechado, y el proyectado para 2012 se ha revisado significativamente a la baja. Estas revisiones reflejan principalmente el efecto sobre la demanda interna del empeoramiento de la confianza y de las condiciones de financiación, vinculado con el aumento de la incertidumbre en relación con la crisis de deuda soberana y de las correcciones a la baja de la demanda externa. El endurecimiento adicional de la política fiscal y de las condiciones de financiación en algunos países de la zona del euro ha determinado también las correcciones a la baja de las perspectivas de crecimiento a medio plazo del PIB real. Los intervalos relativos a la inflación medida por el IAPC para 2011 y 2012 se han ajustado ligeramente al

**Cuadro 12** Comparación con las proyecciones de septiembre de 2011

(tasas medias de variación anuales)		
	2011	2012
PIB real – Septiembre 2011	1,4 - 1,8	0,4 - 2,2
PIB real – Diciembre 2011	1,5 - 1,7	-0,4 - 1,0
IAPC – Septiembre 2011	2,5 - 2,7	1,2 - 2,2
IAPC – Diciembre 2011	2,6 - 2,8	1,5 - 2,5

alza, como consecuencia del impacto al alza de la subida de los precios del petróleo en euros y de una mayor contribución de los impuestos indirectos. Se espera que el impacto al alza de estos factores compense con creces el de los ajustes de los márgenes y el del crecimiento de los salarios, que están relacionados con la revisión a la baja de la actividad.

#### Recuadro 14

### PREVISIONES DE OTRAS INSTITUCIONES

Diversas organizaciones internacionales e instituciones privadas han publicado una serie de previsiones para la zona del euro. Sin embargo, estas previsiones no son estrictamente comparables entre sí ni con las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema, ya que las fechas de cierre de los últimos datos utilizados por cada una de ellas no coinciden. Por otro lado, difieren en cuanto a los métodos empleados (no especificados en detalle) para derivar los supuestos relativos a las variables fiscales y financieras y el entorno exterior, incluidos los precios del petróleo y de otras materias primas. Por último, existen diferencias en cuanto al método de ajuste por días laborables (véase el cuadro que figura a continuación).

Según las previsiones de otras instituciones actualmente disponibles, la tasa de crecimiento del PIB real de la zona del euro se situará en un intervalo comprendido entre el 1,5% y el 1,6% en 2011, entre el 0,2% y el 1,1% en 2012 y entre el 1,3% y el 1,6% en 2013. Todas estas previsiones se encuadran en los intervalos de las proyecciones de los expertos del Eurosistema o dan unos resultados muy próximos.

Por lo que se refiere a la inflación, las previsiones de otras instituciones estiman que la inflación media anual medida por el IAPC se situará entre el 2,5% y el 2,7% en 2011, entre el 1,5% y el 1,8% en 2012 y entre el 1,2% y el 1,8% en 2013. Todas las previsiones se encuadran dentro de los intervalos estimados en las proyecciones de los expertos del Eurosistema o en valores muy próximos. Las previsiones para 2012 están en la mitad inferior del intervalo de proyección de los expertos del Eurosistema.

### Comparaciones entre previsiones de crecimiento del PIB real y de la inflación medida por el IAPC de la zona del euro

(tasas medias de variación anuales)

	Fecha de publicación	Crecimiento del PIB			Inflación medida por el IAPC		
		2011	2012	2013	2011	2012	2013
FMI	Septiembre 2011	1,6	1,1	1,5	2,5	1,5	1,7
Encuesta a expertos en previsión económica	Noviembre 2011	1,6	0,8	1,6	2,6	1,8	1,8
Consensus Economics Forecasts	Noviembre 2011	1,6	0,4	1,5	2,7	1,8	1,8
OCDE	Noviembre 2011	1,5	0,2	1,4	2,6	1,6	1,2
Comisión Europea	Noviembre 2011	1,6	0,5	1,3	2,6	1,7	1,6
Proyecciones elaboradas por los expertos del Eurosistema	Diciembre 2011	1,5 – 1,7	-0,4 – 1,0	0,3 – 2,3	2,6 – 2,8	1,5 – 2,5	0,8 – 2,2

Fuentes: Previsiones económicas de la Comisión Europea, otoño de 2011; Perspectivas de la Economía Mundial del FMI, septiembre de 2011; *Economic Outlook de la OCDE*, de noviembre de 2011; Consensus Economics Forecasts y encuesta del BCE a expertos en previsión económica.

Notas: Las tasas de crecimiento anuales que figuran en las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema y en las previsiones de la OCDE están ajustadas por días laborables, mientras que las tasas de crecimiento anuales que aparecen en las previsiones de la Comisión Europea y del FMI no lo están. Las demás previsiones no especifican si están ajustadas por días laborables.