

EVOLUCIÓN ECONÓMICA Y MONETARIA

I ENTORNO EXTERIOR DE LA ZONA DEL EURO

La recuperación de la economía mundial continúa, aunque a ritmo desigual. Mientras que varias economías han registrado un sólido crecimiento en el primer semestre de 2010, respaldado por las políticas de estímulo y el ciclo de existencias, se observan algunos indicios de que el ritmo de la expansión se está moderando. Las presiones inflacionistas han seguido siendo poco intensas, en general, en las economías avanzadas, aunque han repuntado en las regiones con mercados emergentes dinámicos. Se estima que los riesgos para las perspectivas de la economía mundial están, en general, equilibrados.

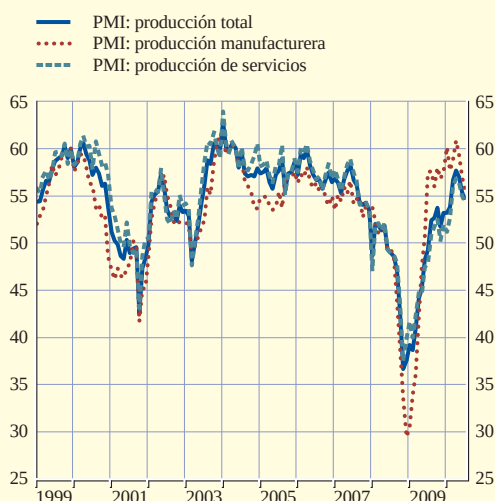
I.1 EVOLUCIÓN DE LA ECONOMÍA MUNDIAL

La recuperación de la economía mundial continúa, respaldada por las políticas de estímulo y por el ciclo de existencias, aunque el patrón de la expansión global sigue siendo desigual. Las principales economías avanzadas todavía registran elevados niveles de capacidad excedente de producción y, en general, solo un crecimiento moderado, mientras que el repunte en los mercados emergentes ha sido muy acusado. No obstante, se observan algunos indicios de que el ritmo de la expansión en las economías emergentes que crecen más rápidamente está comenzando a moderarse hacia niveles más sostenibles.

Los indicadores basados en las encuestas sugieren que el ritmo de la expansión económica mundial, si bien continúa siendo robusto, ha seguido moderándose ligeramente. El indicador sintético mundial PMI (índice de directores de compras) ha seguido descendiendo ligeramente, situándose en 54,6 en julio, frente a los 56,7 puntos registrados en el período de tres meses precedente (véase gráfico 1). No obstante, esta cifra se mantiene todavía muy por encima del umbral de 50 que separa la expansión de la contracción y excede la media de los diez últimos años. La entrada más lenta de nuevos pedidos en comparación con los tres meses anteriores sugiere también que el crecimiento de la actividad económica

Gráfico 1 PMI: producción mundial

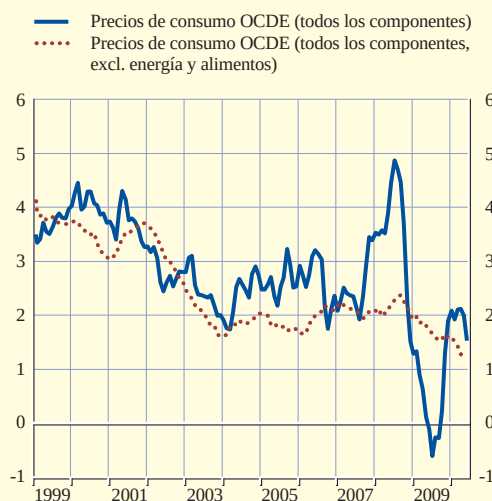
(índice de difusión; datos mensuales desestacionalizados)



Fuente: Markit.

Gráfico 2 Evolución de los precios internacionales

(datos mensuales; tasas de variación interanual)



Fuente: OCDE.

podría haber alcanzado un máximo en el segundo trimestre del año. Asimismo, la desaceleración del crecimiento mundial probablemente afectará a las perspectivas del comercio internacional y, por ende, a la demanda exterior de la zona del euro en el segundo semestre del año.

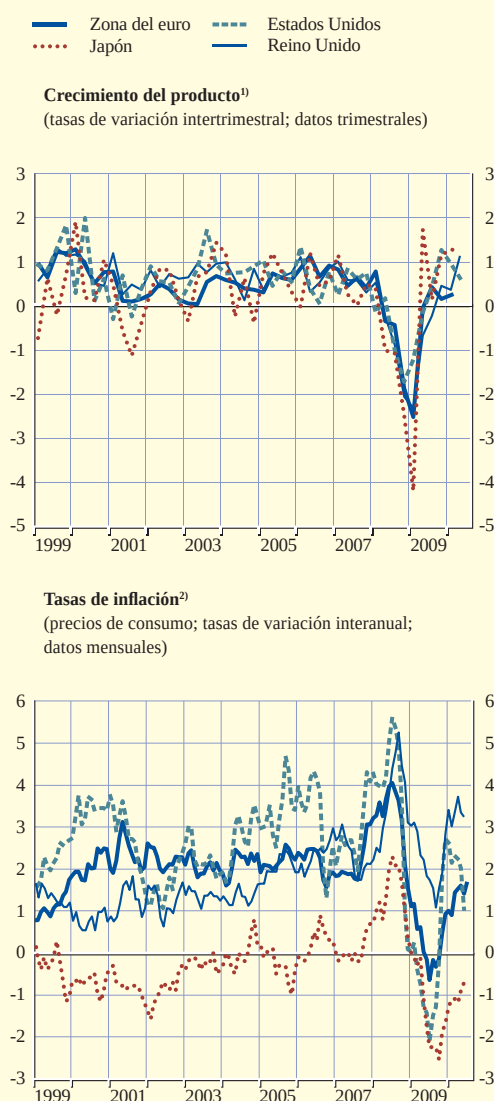
La evolución de los precios a escala mundial ha tendido a reflejar los desiguales patrones de crecimiento; las presiones inflacionistas han seguido siendo moderadas, en general, en las economías avanzadas, pero han repuntado en las regiones con mercados emergentes dinámicos. En los países de la OCDE, la inflación general medida por los precios de consumo se redujo hasta el 1,5% en el año transcurrido hasta junio, en comparación con el 2% registrado en mayo (véase gráfico 2), debido, principalmente, a efectos de base relacionados con la energía. Excluidos la energía y los alimentos, los precios de consumo aumentaron un 1,3% en junio, sin variaciones con respecto al mes anterior. El índice de precios de los bienes intermedios del indicador PMI mundial señala también una moderación de las presiones inflacionistas y muestra una nueva caída en julio, hasta 53,3 desde el máximo de 60,9 registrado en abril de 2010. No obstante, una lectura por encima de 50 sigue siendo coherente con el incremento de los precios.

ESTADOS UNIDOS

En Estados Unidos, el crecimiento del PIB real perdió cierto impulso en el segundo trimestre de 2010. Según la estimación preliminar de la Oficina de Análisis Económico, el PIB real creció un 2,4% en tasa anualizada en el segundo trimestre de 2010, mientras que el crecimiento del primer trimestre se revisó al alza hasta el 3,7%, desde el 2,7%. Si bien el crecimiento del gasto en consumo privado se ha reducido desde el primer trimestre, la inversión privada ha experimentado una rápida aceleración. El crecimiento del PIB también reflejó, en parte, una contribución positiva de las existencias, así como de la inversión y del consumo públicos. Por otra parte, el crecimiento se vio atenuado por una fuerte contribución negativa de la demanda exterior neta, como resultado de un pronunciado repunte de las importaciones en relación con las exportaciones.

Por lo que respecta a la evolución de los precios, la inflación interanual, medida por el IPC, se redujo desde el 2% de mayo hasta el 1,1% en junio, reducción que es atribuible a una desaceleración

Gráfico 3 Principales indicadores de las economías más industrializadas



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

1) Para la zona del euro y 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 Reino Unido; IPC para Estados Unidos y Japón.

de la inflación interanual de los precios de la energía en junio. Excluidos la energía y los alimentos, la inflación interanual se mantuvo en el 0,9% en junio, la tasa más baja registrada desde 1966, como consecuencia de la notable atonía en el mercado de trabajo y en los mercados de productos.

El 23 de junio, el Comité de Operaciones de Mercado Abierto de la Reserva Federal decidió mantener el objetivo fijado para el tipo de interés de los fondos federales en una banda del 0% al 0,25%. El Comité sigue considerando que la situación económica, incluidas las bajas tasas de utilización de los recursos, las moderadas tendencias de la inflación y la estabilidad de las perspectivas de inflación, probablemente justifique que se mantenga el tipo de interés de los fondos federales en niveles excepcionalmente bajos durante un período prolongado.

JAPÓN

La economía japonesa ha dado nuevas señales de recuperación, respaldada por la solidez de la demanda exterior neta y, en menor medida, por la demanda interna. Las elevadas tasas de crecimiento de Asia han seguido incrementando las exportaciones, mientras que los estímulos fiscales han sustentado la demanda interna. No obstante, las estimaciones más recientes apuntan a cierta moderación. Concretamente, las exportaciones reales aumentaron en tasa interanual en junio, aunque a un ritmo más lento que en mayo, en parte como resultado de la apreciación del yen. Al mismo tiempo, la producción industrial, aunque siguió registrando una tasa de crecimiento intertrimestral positiva en el segundo trimestre de 2010, experimentó una desaceleración, en tasa intermensual, en junio.

Por lo que respecta a la evolución de los precios, los precios de consumo descendieron en junio, pero la deflación se está moderando. La inflación medida por el IPC se situó en un nivel de -0,7% en tasa interanual en junio, frente al -0,9% observado en mayo. Excluidos la energía y los alimentos esta tasa fue del -1,5% en junio, frente al -1,6% de mayo. En su reunión de 10 de agosto de 2010, el Banco de Japón decidió mantener sin variación, en 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, los indicadores recientes siguen apuntando a una recuperación sostenida. El crecimiento intertrimestral del PIB aumentó un 1,1%, en tasa intertrimestral, en el segundo trimestre de 2010, tras registrar una expansión del 0,3% en el primer trimestre (véase gráfico 3). La recuperación en el segundo trimestre fue generalizada y afectó a los principales sectores económicos. Los precios de la vivienda mantuvieron su tendencia alcista en junio (el índice Halifax aumentó un 6,3% en tasa interanual), pero en tasa intermensual han descendido en los últimos meses. De cara al futuro, se espera que se mantenga la gradual recuperación, respaldada por los efectos retardados de la depreciación de la libra esterlina, las políticas de estímulo monetario y las mejoras de la situación económica mundial en general. No obstante, se prevé que el crecimiento de la demanda interna seguirá estando limitado por las restrictivas condiciones de concesión de crédito, el ajuste de los balances de los hogares y el notable endurecimiento de la política fiscal.

La inflación interanual, medida por el IPC, se redujo hasta el 3,2% en junio, desde el 3,4% observado en mayo. Se prevé que los efectos retardados de la depreciación de la libra esterlina y el impacto del incremento de la tasa del IVA en enero de 2011 ejercerán presión al alza sobre los precios de consumo. El 5 de agosto, el Comité de Política Monetaria del Banco de Inglaterra votó a favor de mantener en el 0,5% el tipo de interés oficial al que se remuneran las reservas de las entidades de crédito. El Comité también votó a favor de mantener el volumen de compras de activos financiadas mediante la emisión de reservas del banco central en 200 mm de libras esterlinas.

OTROS PAÍSES EUROPEOS

En otros países de la UE no pertenecientes a la zona del euro, la actividad económica también siguió mejorando en el primer trimestre de 2010. Al mismo tiempo, la inflación evolucionó de forma heterogénea.

En Suecia, el PIB real creció un 1,5%, en tasa intertrimestral, en el primer trimestre de 2010, frente al 0,5% registrado en el cuarto trimestre de 2009. El mercado de trabajo ha mostrado, recientemente, algunas señales de estabilización, lo que ha favorecido aún más la recuperación económica. En Dinamarca, el producto creció un 0,5% en el primer trimestre de 2010, frente al 0,2% registrado en el cuarto trimestre de 2009. Se espera que continúe el repunte de la actividad económica, si bien de forma gradual, respaldado por las medidas de estímulo fiscal, las bajas tasas de inflación y la mejora de la situación externa. En junio de 2010, la inflación interanual, medida por el IAPC, se redujo hasta el 1,6% en Suecia y hasta el 1,7% en Dinamarca.

Entre los países más grandes de la UE de Europa central y oriental, solo Rumanía registró tasas de crecimiento del PIB real negativas en el primer trimestre de 2010: -0,3% en cifras intertrimestrales. Al mismo tiempo, el crecimiento fue del 0,9% en Hungría y del 0,5% en la República Checa y Polonia. En general, con la excepción de Rumanía, los indicadores de confianza más recientes, así como las cifras de producción industrial y comercio, apuntan a una mejora de la actividad. No obstante, diversos factores —entre ellos el aumento del desempleo y las desfavorables condiciones de concesión de crédito (especialmente en Hungría y Rumanía)— apuntan a que se mantendrá la atonía de la demanda interna. En junio de 2010, la inflación interanual, medida por el IAPC, se situaba en el 1% en la República Checa y en el 2,3% en Polonia. Por el contrario, en Hungría y Rumanía, la inflación medida por el IAPC siguió siendo elevada, registrándose tasas del 5% y del 4,3%, respectivamente.

ECONOMÍAS EMERGENTES DE ASIA

A juzgar por la evidencia disponible más reciente, en las economías emergentes de Asia la actividad económica ha seguido siendo vigorosa en el segundo trimestre de 2010. La solidez de las exportaciones y la fortaleza de la demanda interna han sido los principales factores determinantes del crecimiento, mientras que el gasto público se ha reducido en algunas economías. Al mismo tiempo, se aprecian indicios de una ligera desaceleración del crecimiento en algunos países. Tras experimentar un repunte durante el primer trimestre de 2010, la inflación se ha estabilizado en gran medida en la región en el segundo trimestre.

En China, el PIB real creció un 10,3%, en tasa interanual, en el segundo trimestre, frente al 11,9% del primer trimestre, lo que indica un cierto enfriamiento de la economía, sumado a un menor riesgo de recalentamiento. La gradual retirada de los estímulos fiscales y monetarios, incluso con la adopción de medidas administrativas, parece haber surtido efecto para reducir el gasto público en inversión en activos fijos y evitar la posibilidad de que se acumule de nuevo una burbuja en el mercado inmobiliario. La demanda exterior ha registrado una notable recuperación, en parte como resultado del paulatino fortalecimiento de la demanda en las economías avanzadas. Al mismo tiempo, las importaciones se han reducido ligeramente en un contexto de desaceleración de la inversión interna, lo que se ha traducido en un aumento del superávit comercial en junio. Persisten las presiones inflacionistas, pero se espera que sigan siendo moderadas en vista de la aparición de cierto exceso de capacidad productiva en una economía que se está enfriando. La inflación medida por el IPC y por el IPRI se redujo, en junio, hasta el 2,9% y el 6,4%, respectivamente, en un contexto de ralentización del crédito y de la oferta monetaria.

AMÉRICA LATINA

En América Latina, la actividad económica ha mantenido, en general, un ritmo de crecimiento sólido, mientras que la inflación ha evolucionado de forma heterogénea. En Brasil, la producción industrial creció un 14,8%, en tasa interanual, en mayo. En junio, la inflación, medida por los precios de consumo, se situó

en el 4,8%. En respuesta a la rápida recuperación de la actividad económica, el Banco Central do Brasil elevó su principal tipo de interés oficial 50 puntos básicos, hasta situarlo en el 10,75%, el 21 de julio. En Argentina, una excepcional cosecha, sumada a los estímulos fiscales y a las externalidades positivas del rápido crecimiento experimentado por Brasil, se ha traducido en una sólida actividad económica en los últimos meses. La producción industrial creció un 10,2%, en tasa interanual, en mayo. No obstante, la inflación medida por los precios de consumo ha seguido siendo elevada, con una tasa interanual del 11% en junio. Finalmente, en México la producción industrial creció un 8,6% en mayo, mientras que las presiones inflacionistas se moderaron ligeramente, reduciéndose la inflación general por debajo del 4% en ese mismo mes.

1.2 MERCADOS DE MATERIAS PRIMAS

Los precios del petróleo aumentaron durante la mayor parte de julio, recuperándose así de la caída experimentada a comienzos del mes. El 4 de agosto, el precio del barril de Brent se situaba en 81,9 dólares estadounidenses, es decir, un 4,6% por encima del nivel de comienzos del año (véase gráfico 4). De cara al futuro, los participantes en los mercados prevén precios más altos en el medio plazo, y los futuros con entrega en diciembre de 2012 se negocian actualmente a 89,1 dólares estadounidenses el barril.

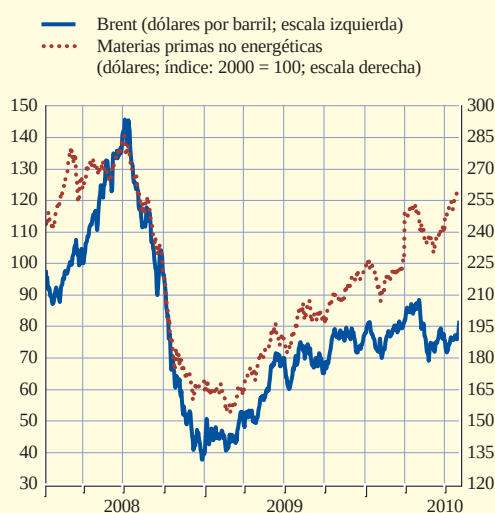
Por lo que respecta a las variables fundamentales, la demanda de crudo sigue siendo alta en los países no pertenecientes a la OCDE y se está recuperando de forma sostenida en los países que sí pertenecen a esta organización, en particular, en Estados Unidos. La Agencia Internacional de la Energía prevé que la demanda mundial de petróleo aumente un 1,6% en 2011, impulsada, principalmente, por un incremento de la demanda en los países que no son miembros de la OCDE. Por el lado de la oferta, la capacidad de producción de petróleo sigue siendo holgada y el nivel de las existencias continúa siendo elevado, lo que ha moderado, en parte, las presiones sobre los precios por el lado de la demanda.

Los precios de las materias primas no energéticas aumentaron significativamente en julio. En el caso de los alimentos, el aumento se produjo como consecuencia del considerable incremento de los precios del trigo; por su parte, los precios de los metales también se recuperaron con respecto a los mínimos registrado a principios de junio, debido, en particular a la subida de los precios del cobre y del plomo. En cifras agregadas, el índice de precios de las materias primas no energéticas (denominado en dólares estadounidenses) se situaba, hacia finales de julio, un 17,6% por encima del nivel de comienzos del año.

1.3 PERSPECTIVAS DEL ENTORNO EXTERIOR

Los datos publicados recientemente sugieren, una vez más, que, durante el segundo semestre del año, cabría esperar cierta moderación del ritmo de crecimiento, a medida que se disipen los efectos derivados

Gráfico 4 Principales indicadores de los mercados de materias primas



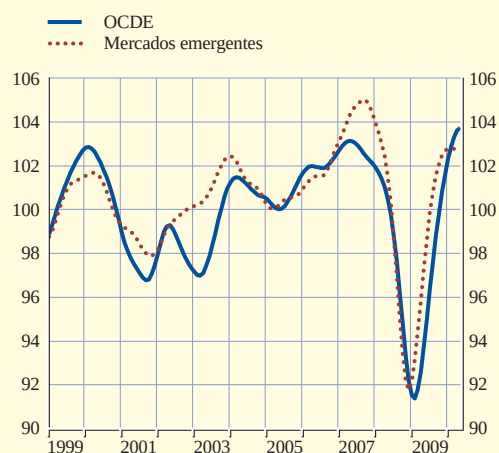
Fuentes: Bloomberg y HWWI.

del ciclo de existencias y de las políticas de estímulo. Los indicadores adelantados apuntan a que el crecimiento de la actividad económica mundial podría haber alcanzado un máximo en el segundo trimestre. El indicador sintético adelantado de la OCDE correspondiente a mayo de 2010 sugiere que, en los países de la OCDE, continuará la expansión, aunque a un ritmo más lento. Examinando los datos con más detalle, se observa que podría producirse una desaceleración de la expansión en Estados Unidos, Japón y Rusia, y se prevén máximos en Reino Unido, Canadá y algunas de las principales economías emergentes. Los indicadores de confianza de las principales economías también han experimentado un enfriamiento recientemente, de lo que se deduce la posibilidad de que la expansión económica choque en el corto plazo con vientos contrarios.

En un entorno de incertidumbre, los riesgos para la actividad económica mundial siguen estando, en general, equilibrados. Por una parte, el comercio mundial podría recuperarse con más intensidad de lo previsto. Por otra parte, sigue preocupando la posibilidad de que se recrudezcan las tensiones en los mercados financieros, aumenten de nuevo los precios del petróleo y de otras materias primas, se intensifiquen las presiones proteccionistas y se realice de forma desordenada la corrección de los desequilibrios mundiales.

Gráfico 5 Indicadores sintéticos adelantados de la OCDE

(datos mensuales; ajustados a la amplitud del ciclo)



Fuente: OCDE.

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

2 EVOLUCIÓN MONETARIA Y FINANCIERA

2.1 DINERO Y CRÉDITO DE LAS IFM

Las tasas de crecimiento interanual de M3 y de los préstamos concedidos por las IFM al sector privado experimentaron un ligero aumento en junio, aunque permanecieron en niveles reducidos. El efecto moderador ejercido por la acusada pendiente de la curva de rendimientos sobre el crecimiento de M3 está disminuyendo gradualmente. Esta evolución continúa respaldando la valoración de que el ritmo de expansión monetaria subyacente es moderado y de que las presiones inflacionistas a medio plazo son contenidas. El débil crecimiento interanual de los préstamos otorgados por las IFM al sector privado sigue ocultando un crecimiento moderadamente positivo de los préstamos a los hogares, así como un crecimiento negativo de los préstamos a las sociedades no financieras, aunque se mantiene en un nivel estable. Por último, los datos disponibles hasta junio sobre los principales activos de las IFM muestran que el tamaño total de los balances de las entidades de crédito se ha estabilizado.

EL AGREGADO MONETARIO AMPLIO M3

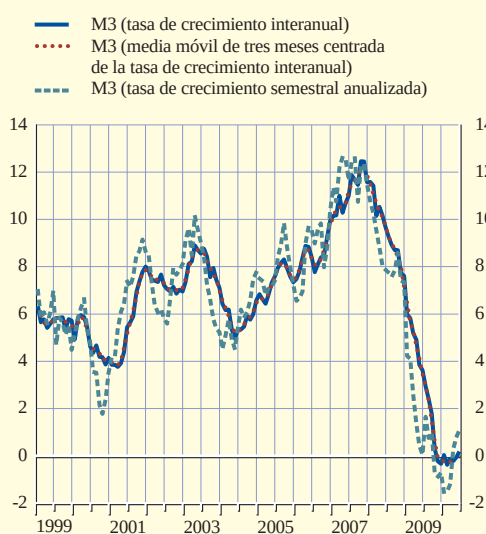
En junio de 2010, la tasa de crecimiento interanual de M3 pasó a ser ligeramente positiva, tras cuatro meses en niveles negativos, y se situó en el 0,2% (véase gráfico 6). Ese mes se registró un elevado flujo mensual de entrada, que quedó reflejado en un nuevo aumento de la tasa de crecimiento semestral anualizada. Sin embargo, todavía persiste la volatilidad que ha caracterizado a la evolución a corto plazo de M3 y de algunos de sus componentes y contrapartidas en los trimestres recientes. El incremento de la tasa de crecimiento interanual de M3 tuvo su origen, fundamentalmente, en los cuantiosos flujos positivos observados en las cesiones temporales, como consecuencia de la liquidación de operaciones a través de las entidades de contrapartida central.

En general, la evolución de M3 sigue explicándose, hasta cierto punto, por el impacto de los niveles de los tipos de interés. Como la pendiente de la curva de rendimientos continúa siendo pronunciada, lo que hace que la remuneración de los activos no monetarios que generan intereses sea relativamente elevada, continuó habiendo un incentivo para asignar nuevos fondos fuera de M3, aunque este efecto está desapareciendo gradualmente. Por consiguiente, aunque el crecimiento de M3 sigue subestimando el ritmo de crecimiento monetario subyacente, lo hace en menor medida.

En cuanto a los componentes, el crecimiento de M3 en su conjunto continuó ocultando importantes diferencias entre el crecimiento interanual de M1, que fue intenso pero descendió, y un crecimiento negativo, aunque mejorando, de los otros depósitos a corto plazo y de los instrumentos negociables. Por lo que se refiere a las contrapartidas, el crecimiento interanual de los préstamos concedidos al sector privado se mantuvo en niveles reducidos y continuó ocultando diferencias entre el crecimiento moderadamente positivo de

Gráfico 6 Crecimiento de M3

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



Fuente: BCE.

los préstamos otorgados a los hogares y el crecimiento negativo de los préstamos a las sociedades no financieras.

Los datos disponibles hasta junio sobre los principales activos de las IFM muestran que el tamaño total de los balances de las entidades de crédito se ha estabilizado, tras los aumentos observados desde principios de año. Esta evolución se debe a la contracción que, en términos intermensuales, se observó en el crédito entre IFM, que quedó compensado con incrementos de los activos frente al Eurosistema, así como de los préstamos al sector privado de la zona del euro.

PRINCIPALES COMPONENTES DE M3

La debilidad observada en la tasa de crecimiento interanual de M3 en junio de 2010 continuó ocultando diferencias en los niveles de crecimiento de los distintos componentes. Aunque estas diferencias han tendido a reducirse en los últimos meses, siguen siendo acusadas. De hecho, la tasa de crecimiento interanual de M1 se mantuvo en niveles elevados, aunque en los últimos trimestres ha descendido gradualmente. Al mismo tiempo, las tasas de crecimiento interanual de los instrumentos negociables y de los depósitos a corto plazo distintos de los depósitos a la vista permanecieron en niveles considerablemente negativos, si bien han experimentado una ligera recuperación recientemente.

La tasa de crecimiento interanual de M1 volvió a descender y se situó en el 9,2% en junio, desde el 10,3% de mayo. Esta evolución reflejó los moderados flujos mensuales de entrada que se registraron en los depósitos a la vista y en el efectivo en circulación. Aunque la evolución mensual continuó caracterizándose por un nivel elevado de volatilidad, la moderación observada en la tasa de crecimiento interanual de M1 puede deberse al hecho de que el coste de oportunidad de mantener depósitos a la vista frente a otras clases de depósitos a corto plazo ha estado aumentando gradualmente en los últimos meses, ya que los tipos de interés a los que se remuneran otros depósitos a corto plazo han estado aumentando.

La tasa de crecimiento interanual de los depósitos a corto plazo distintos de los depósitos a la vista aumentó hasta situarse en el -7,2% en junio, desde el -8% de mayo, como consecuencia de salidas mensuales moderadas de los depósitos a plazo hasta dos años (es decir, los depósitos a corto plazo) que quedaron totalmente compensadas con una entrada de magnitud similar en los depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses (esto es, los depósitos de ahorro a corto plazo). En general, el hecho de que la tasa de crecimiento interanual de los depósitos a corto plazo distintos de los depósitos a la vista fuera menos negativa sugiere que el desplazamiento de fondos hacia los depósitos a la vista observado durante el último año y medio parece haber disminuido.

La tasa de crecimiento interanual de los instrumentos negociables aumentó hasta situarse en el -7,3% en junio, desde el -9,8% de mayo. El hecho de que esta tasa fuera menos negativa fue resultado de los elevados flujos mensuales registrados en las cesiones temporales, mientras que las participaciones en fondos del mercado monetario registraron una nueva salida. El incremento intermensual observado en las cesiones temporales continuó reflejando la liquidación de operaciones a través de entidades de contrapartida central.

La tasa de crecimiento interanual de los depósitos de M3, que incluyen los depósitos a corto plazo y las cesiones temporales, y que constituyen el agregado monetario más amplio para el que se dispone de un detalle puntual por sectores, experimentó un incremento por la contribución de los hogares por primera vez desde noviembre de 2008. La contribución de los intermediarios financieros no monetarios distintos de las empresas de seguros y los fondos de pensiones se mantuvo estable, mientras que la de las sociedades no financieras volvió a disminuir. En consecuencia, la contribución de cada uno de estos sectores a la tasa de crecimiento interanual de los depósitos de M3 tendió a converger en junio, aunque el aumen-

to de las tenencias de las sociedades no financieras sigue siendo la aportación más importante al crecimiento interanual de estos instrumentos.

PRINCIPALES CONTRAPARTIDAS DE M3

En cuanto a las contrapartidas de M3, la tasa de crecimiento interanual del crédito total concedido por las IFM a residentes en la zona del euro se redujo hasta situarse en el 1,5% en junio, desde el 1,7% de mayo, como consecuencia del descenso de las tasas de crecimiento interanual del crédito concedido a las Administraciones Públicas, que se mantuvo en niveles bastante elevados, y del otorgado al sector privado, que cayó hasta cero (véase cuadro 1).

La tasa de crecimiento interanual de los préstamos concedidos al sector privado (el principal componente del crédito otorgado a este sector) experimentó un ligero aumento y se situó en el 0,3% en junio, desde el 0,2% de mayo, manteniéndose, por tanto, en niveles reducidos. Al igual que en los dos meses anteriores, el impacto de las operaciones de titulización fue insignificante en junio.

El crecimiento interanual de los préstamos concedidos al sector privado sigue reflejando una evolución dispar de los distintos subsectores. La tasa de crecimiento interanual de los préstamos otorgados a las sociedades no financieras continuó siendo negativa en junio (del -1,9%), aunque algo menos que en mayo (véase cuadro 2). En junio se produjo una salida mensual impulsada, fundamentalmente, por los préstamos a corto plazo (hasta un año), lo que puede representar, en cierta medida, una corrección tras los elevados flujos de entrada registrados en mayo. En cuanto a los préstamos a los hogares, la tasa de crecimiento interanual continuó aumentando ligeramente (hasta el 2,8% en junio). El crecimiento de los préstamos a este sector sigue reflejando principalmente la dinámica de los préstamos para adquisición de vivienda, mientras que el crecimiento del crédito al consumo se redujo sustancialmente.

En general, la evolución de los préstamos al sector privado todavía es acorde, en líneas generales, con regularidades del ciclo económico. Estas regularidades indican que, en términos de las tasas de creci-

Cuadro 1 Cuadro resumen de variables monetarias

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

	Saldo vivo en porcentaje de M3 ¹⁾	Tasas de crecimiento interanual					
		2009 III	2009 IV	2010 I	2010 II	2010 May	2010 Jun
M1	49,5	12,2	12,3	11,3	10,3	10,3	9,2
Efectivo en circulación	8,3	12,8	7,5	6,2	6,4	6,8	6,9
Depósitos a la vista	41,1	12,1	13,3	12,4	11,1	11,0	9,7
M2 - M1 (= otros depósitos a corto plazo)	38,5	-3,1	-7,7	-8,2	-8,1	-8,0	-7,2
Depósitos a plazo hasta dos años	19,0	-13,2	-22,1	-22,8	-21,6	-21,2	-19,5
Depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses	19,5	12,9	15,8	13,3	10,2	9,7	8,7
M2	88,0	4,5	2,2	1,7	1,4	1,5	1,4
M3 - M2 (= instrumentos negociables)	12,0	-7,7	-11,4	-11,6	-9,6	-9,8	-7,3
M3	100,0	2,7	0,3	-0,2	-0,1	-0,1	0,2
Crédito a residentes en la zona del euro	3,7	3,0	1,9	1,7	1,7	1,5	1,5
Crédito a las Administraciones Públicas	12,0	14,2	9,9	9,0	9,4	8,1	8,1
Préstamos a las Administraciones Públicas	2,6	3,1	3,8	6,6	7,7	6,9	6,9
Crédito al sector privado	2,1	0,9	0,3	0,2	0,1	0,0	0,0
Préstamos al sector privado	0,4	-0,6	-0,4	0,1	0,2	0,3	0,3
Préstamos al sector privado ajustados por ventas y titulizaciones	1,6	0,3	-0,2	0,1	0,2	0,2	0,2
Pasivos financieros a más largo plazo (excluidos capital y reservas)	4,8	6,7	5,5	4,4	4,0	2,8	2,8

Fuente: BCE.

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

Cuadro 2 Préstamos de las IFM al sector privado

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

	Saldo vivo en porcentaje total ¹⁾	Tasas de crecimiento interanual					
		2009 III	2009 IV	2010 I	2010 II	2010 May	2010 Jun
Sociedades no financieras	42,7	1,2	-1,4	-2,5	-2,2	-2,1	-1,9
Hasta un año	24,3	-8,7	-11,9	-12,3	-10,8	-10,4	-10,1
De uno a cinco años	19,7	4,7	-0,2	-3,3	-4,6	-4,7	-4,6
Más de cinco años	56,0	5,4	3,9	3,2	3,1	3,2	3,3
Hogares²⁾	46,5	-0,1	0,3	1,7	2,5	2,6	2,8
Crédito al consumo ³⁾	12,5	-1,0	-1,0	-0,6	-0,7	-0,3	-1,6
Préstamos para adquisición de vivienda ³⁾	71,5	-0,2	0,2	2,0	3,0	3,1	3,4
Otras finalidades	16,0	1,3	1,9	2,4	3,0	2,9	3,4
Empresas de seguros y fondos de pensiones	0,8	-6,1	-12,4	-9,3	-7,4	-7,8	-13,4
Otros intermediarios financieros no monetarios	10,0	0,0	0,2	0,2	0,8	0,5	-0,4

Fuente: BCE.

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

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

2) Según la definición del SEC 95.

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

miento interanual, la evolución de los préstamos en términos reales a los hogares coincide a grandes rasgos con la del PIB real, mientras que los préstamos otorgados en términos reales a las sociedades no financieras tienden a presentar un desfase de alrededor de un año con respecto a la actividad económica. Aunque todavía no se dispone de evidencia que demuestre claramente que se ha producido un punto de inflexión en los préstamos en términos reales a las sociedades no financieras, las desviaciones de las medias históricas no son algo desconocido, y pueden explicarse por factores especiales. En la situación actual, por ejemplo, entre los factores especiales que pueden hacer que la tasa de crecimiento interanual de los préstamos en términos reales a las empresas se recupere con cierto retraso se incluyen una recuperación desigual en los distintos países y sectores económicos, y la capacidad de las empresas de algunos sectores para recurrir de manera creciente a la financiación interna o a la financiación en los mercados, lo que han hecho con intensidad en los doce últimos meses. Para conocer detalles de la evolución de los criterios aplicados por las entidades de crédito de la zona del euro en la aprobación de préstamos y líneas de crédito, y de la demanda de préstamos, véase el recuadro titulado «Resultados de la encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro de julio de 2010», que figura al final de esta sección. En el recuadro titulado «Cuentas integradas de la zona del euro del primer trimestre de 2010», en la sección 2.6, se presenta un análisis del ahorro, la inversión y la financiación por sectores institucionales.

Entre las demás contrapartidas de M3, la tasa de crecimiento interanual de los pasivos financieros a más largo plazo de las IFM (excluidos capital y reservas) experimentó una nueva moderación en junio, tras haber seguido una tendencia descendente, en general, desde octubre de 2009. Este descenso reflejó una evolución similar de los distintos subcomponentes. Más concretamente, la caída de la tasa de crecimiento interanual de los depósitos a largo plazo se debió a que el desplazamiento de fondos desde los depósitos de M3 hacia los depósitos a más largo plazo, favorecido por la configuración de los rendimientos, ha disminuido en los últimos meses. Además, la tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones a largo plazo de las IFM que mantiene el sector tenedor de dinero cayó de nuevo en junio, como consecuencia de que se volvieron a registrar abultados flujos mensuales negativos, los más elevados desde octubre de 2008. Esto puede deberse a la pérdida de atractivo de la emisión en los mercados en las actuales condiciones (para más detalles, véase el recuadro 1, titulado

«La financiación de las IFM de la zona del euro mediante la emisión de valores de renta fija»). La tasa de crecimiento interanual del capital y las reservas se redujo hasta el 6,3% en junio, desde el 8% de mayo.

Recuadro I

FINANCIACIÓN DE LAS IFM DE LA ZONA DEL EURO MEDIANTE LA EMISIÓN DE VALORES DE RENTA FIJA

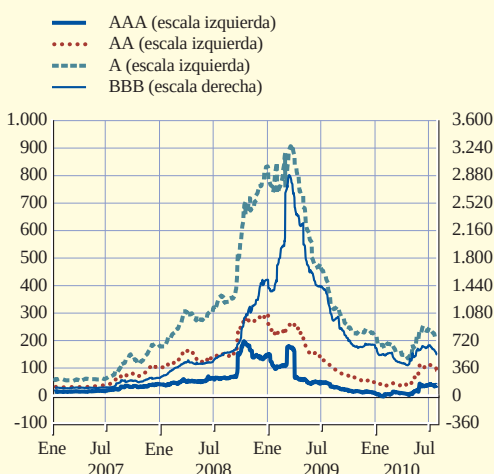
Las tensiones observadas recientemente en los mercados de deuda soberana han afectado a las condiciones de financiación de las IFM de la zona del euro y a su acceso a los mercados mayoristas de financiación en el segundo trimestre de 2010. El impacto ha sido visible en los diferenciales de los bonos bancarios y en las primas de los seguros de riesgo de crédito (CDS en terminología anglosajona), que experimentaron un acusado aumento en mayo y junio de 2010, pero es probable que hayan afectado también a las decisiones de las entidades de crédito de la zona del euro en los últimos meses. De hecho, los datos de los balances de las IFM mostraron una reducción neta de sus emisiones de valores de renta fija tanto en mayo como en junio de 2010. Esta imagen la confirman los resultados más recientes de la encuesta sobre préstamos bancarios del Eurosistema (véase recuadro 2), que apuntan a un deterioro del acceso a la financiación mayorista en el segundo trimestre. En este contexto, en este recuadro se describe la evolución más reciente de las emisiones de valores de renta fija de las IFM de la zona del euro.

Emisiones netas de valores de renta fija

Las tensiones observadas en los mercados de deuda soberana de la zona del euro implicaron efectos de contagio directos del aumento de los rendimientos de los bonos soberanos a los rendimientos de los bonos bancarios. La exposición de las entidades de crédito a la deuda soberana así como la incertidumbre que la rodea también parece incrementar el riesgo de contrapartida y afecta, de forma más general, a la probabilidad de impago por parte de dichas entidades. Ello se reflejó, por ejemplo, en los diferenciales de los bonos bancarios con calificación AA y A, que aumentaron en torno a 70-100 puntos básicos entre mediados de abril y mediados de junio de 2010 en relación con un índice sintético de la deuda pública de la zona del euro (véase gráfico A)¹. Más recientemente, estos diferenciales se han reducido un poco, como resultado, entre otras cosas, de la publicación de las pruebas de resistencia de las entidades de crédito de la UE el 23 de julio de 2010, aunque se mantienen en niveles elevados en comparación con el primer trimestre de 2010.

Gráfico A Diferenciales de renta fija privada de las instituciones financieras de la zona del euro

(puntos básicos)



1 Según Iboxx; de forma similar, el índice Itraxx Senior Financials de diferenciales de los CDS aumentó en torno a 100 puntos básicos durante el mismo período.

Fuente: Thompson Financial Datastream.
 Nota: La referencia es el índice de deuda pública EMU AAA que calcula Merrill Lynch.

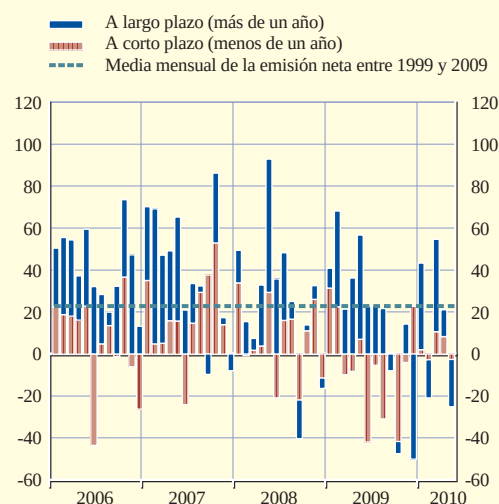
El acusado aumento de los costes de las emisiones de renta fija en el mercado financiero en mayo y junio de 2010 podría haber desincentivado a muchas entidades de crédito de la zona del euro a renovar la deuda que vencía, como lo reflejan los flujos netos negativos de valores de renta fija emitidos por las IFM en estos dos meses². Esta tendencia la confirman también las estadísticas de emisiones de valores de renta fija (para las que se dispone de datos hasta mayo de 2010), que muestran, para las IFM de la zona del euro, una emisión neta negativa del orden de 25 mm de euros en mayo de 2010 (véase gráfico B), frente a una media mensual de largo plazo de alrededor de 22 mm de euros, en términos netos. Una de las causas por las que las emisiones netas de valores de renta fija de las IFM en los últimos meses han sido, en general, moderadas podría ser el hecho de que el sector bancario de la zona del euro pasa actualmente por un proceso de ajuste de sus balances y, al mismo tiempo, se enfrenta a una demanda de préstamos más bien escasa, lo que podría haber reducido la necesidad de financiación de nuevas actividades. En algunos casos, la moderación de las emisiones netas en mayo y junio quizá refleje, sencillamente, un aplazamiento de las nuevas emisiones de renta fija con la esperanza de que, más adelante, mejore la situación en los mercados. Por su parte, otras entidades (supuestamente más débiles) podrían haber considerado los costes de acceso a los mercados de renta fija prohibitivamente elevados en 2010.

Emisiones netas de valores de renta fija con garantía pública

La heterogeneidad que existe dentro del sector bancario de la zona del euro respecto a la capacidad para recurrir a la financiación del mercado durante 2010 se confirma por la evolución de las emisiones de valores de renta fija de las IFM respaldadas por garantías públicas. El uso de estas garantías debería facilitar las emisiones en los mercados. A finales de 2008 y en el primer semestre de 2009, la introducción de los programas de apoyo público, en virtud de los cuales las entidades de crédito emitieron renta fija con aval

Gráfico B Emisión neta de valores de renta fija por las IFM de la zona del euro: detalle por plazos

(flujos mensuales en mm de euros; sin desestacionalizar y sin ajustar de efecto calendario)

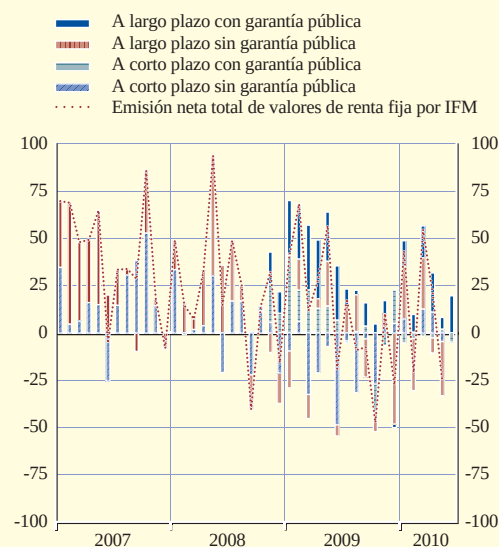


Fuente: BCE.

Nota: Última observación: mayo de 2010.

Gráfico C Emisión neta de valores de renta fija por IFM de la zona del euro con garantía pública

(flujos mensuales en mm de euros; sin desestacionalizar y sin ajustar de efecto calendario)



Fuente: BCE, estimaciones del BCE.

Nota: Última observación: mayo de 2010 para la emisión neta total y las emisiones sin garantía pública; junio de 2010 para las emisiones netas con garantía.

2 Según las Estadísticas de elementos del balance de las IFM.

público permitió a estas entidades mantener sus emisiones a pesar de las condiciones adversas vigentes en el mercado para la deuda bancaria. En los tres primeros meses de 2010, el recurso de los bancos de la zona del euro al respaldo público fue reducido, dado que al menos algunas entidades pudieron tener cada vez más acceso a financiación del mercado sin ese respaldo (véase gráfico C). El deterioro de las condiciones del mercado en abril y mayo no se tradujo en un acusado aumento del recurso al respaldo público, pese al hecho de que en el primer semestre de 2010, esos programas seguían en vigor en casi todos los países en los que se habían adoptado. De lo que se deduce que la mayoría de las entidades de crédito de la zona del euro no experimentaron un incremento tan grande de las necesidades de financiación que les obligase a estar dispuestas a incurrir en los costes que entrañaba la emisión de deuda con garantía pública. Por otra parte, la emisión de ese tipo de valores, aunque ha sido escasa, no ha cesado por completo en los últimos meses. El recurso a esta modalidad de financiación se ha concentrado en las IFM residentes en unos pocos países de la zona del euro que se han encontrado en el epicentro de las tensiones experimentadas por los mercados de deuda soberana y en otros pocos emisores concretos. Cabe pensar, pues, en la existencia de un subconjunto de IFM de la zona del euro que se enfrentan a condiciones de financiación muy restrictivas cuando tratan de obtener recursos en el mercado sin garantía pública. No obstante, el aval público permite además a las IFM pignorar los valores de renta fija como garantía en las operaciones de financiación del Eurosistema y, por ende, obtener recursos.

Emisión bruta de valores de renta fija

Pese a lo reducido de las emisiones netas de valores de renta fija de las IFM con y sin garantía pública, en términos brutos el sector bancario de la zona del euro en su conjunto ha podido seguir emitiendo cantidades significativas de este tipo de valores incluso en los últimos meses. Cabe señalar que el nivel de emisiones brutas de valores de renta fija a corto plazo (es decir, valores con

Gráfico D Emisión bruta de valores de renta fija a corto plazo por IFM de la zona del euro

(flujos mensuales en mm de euros; sin desestacionalizar y sin ajustar de efecto calendario)



Fuente: BCE.
Nota: Última observación: mayo 2010.

Gráfico E Emisión bruta de valores de renta fija a largo plazo por IFM de la zona del euro

(flujos mensuales en mm de euros; sin desestacionalizar y sin ajustar de efecto calendario)



Fuente: BCE.
Nota: Última observación: mayo 2010.

plazo a la emisión de hasta un año) no solo siguió siendo sólido en mayo de 2010, sino que se situó, además, por encima de la media mensual histórica de emisiones brutas contabilizadas desde 1999 (véase gráfico D). De lo que se deduce que, a nivel agregado, las entidades de crédito de la zona del euro han mantenido la capacidad de satisfacer sus necesidades de financiación a corto plazo en el mercado de valores de renta fija, lo que se refleja también en la emisión neta de instrumentos a corto plazo, que solo fue ligeramente negativa (véase gráfico B). Así pues, las tensiones observadas en los mercados financieros en mayo de 2010 parecen haber mermado en cierta medida principalmente la capacidad de obtención de fondos de las entidades de crédito mediante la emisión de valores de renta fija a largo plazo (lo que refleja, posiblemente, la intención de beneficiarse de unos tipos de interés a largo plazo reducidos). Las emisiones brutas de esta categoría de valores se redujeron desde un nivel mensual de unos 100-120 mm de euros en los dos meses precedentes hasta unos 60 mm de millones en mayo (véase gráfico E).

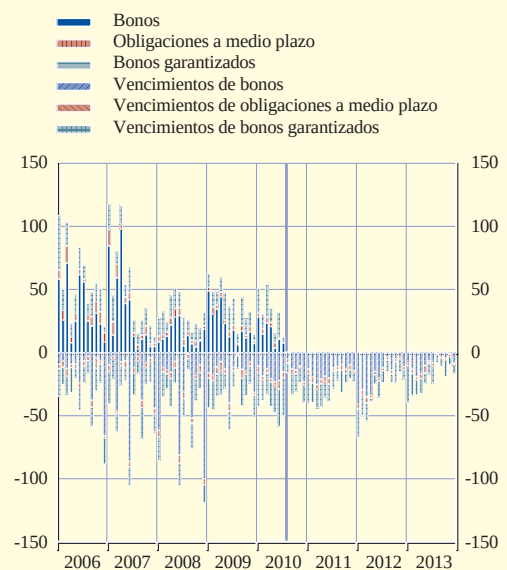
Emisión bruta y vencimientos de emisiones de valores de renta fija a largo plazo

Habida cuenta del considerable volumen de valores de renta fija a plazo más largo emitidos por las IFM de la zona del euro que vencerán en los próximos años, sería previsible que las entidades de crédito incrementaran sus emisiones en algún momento durante los próximos meses para garantizar su financiación a largo plazo. Según estimaciones basadas en datos de Dealogic, un proveedor de datos privado, las entidades de crédito de la zona del euro podrían tener que hacer frente a amortizaciones de emisiones vivas de valores de renta fija a largo plazo del orden de 1,3 billones de euros, aproximadamente, en los 14 trimestres que faltan hasta el cuarto trimestre de 2013 (véase gráfico F). No obstante, esta cifra es menor que los 1,9 billones, aproximadamente, que vencieron en los 14 trimestres precedentes (entre el primer trimestre de 2007 y el segundo trimestre de 2010). Durante ese período, las entidades de crédito de la zona del euro consiguieron emitir alrededor de 1,7 billones. Así pues, si bien el volumen de vencimientos de deuda que dichas entidades tendrán que refinanciar en los próximos dos años y medio es sustancial, parece manejable a juzgar por la experiencia del pasado reciente y dependerá de que se normalicen las condiciones de financiación en los mercados de renta fija.

Además, la necesidad de renovar los valores de renta fija emitidos que vayan venciendo podría ser menor que en el pasado, en la medida en que las entidades de crédito de la zona del euro podrían modificar sus modelos de negocio —a la luz de la crisis financiera— reduciendo su dependencia de la financiación en los mercados y recurriendo cada vez más a la financiación mediante depósitos. De hecho, estaría especialmente justificado reconsiderar las estrategias de fi-

Gráfico F Valores de renta fija a largo plazo emitidos por IFM de la zona del euro: emisión bruta y vencimientos

(flujos mensuales en mm de euros; sin desestacionalizar y sin ajustar de efecto calendario)



Fuentes: Dealogic y cálculos del BCE.

Notas: «Vencimientos» en escala invertida. Los datos de Dealogic sobre valores de renta fija son menos completos que las estadísticas de emisiones de valores del BCE, en las que se basan los gráficos B a E. La metodología estadística aplicada tampoco es directamente comparable entre las dos bases de datos. Los datos se basan en las emisiones realizadas por entidades de crédito de la zona del euro.

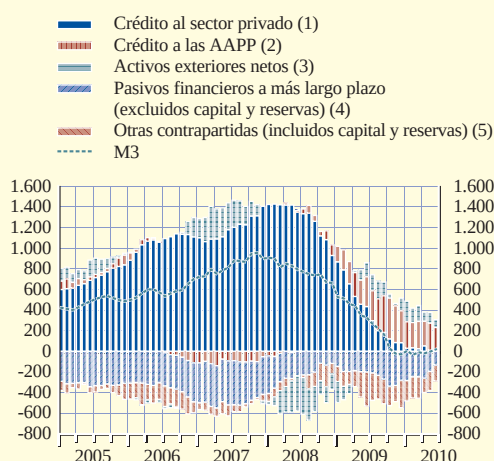
nanciación en el contexto de la persistente atonía de la actividad de titulización (no retenida), que (según los datos de Dealogic) todavía oscila en torno a un nivel reducido de menos de una tercera parte de las emisiones medias mensuales registradas desde el año 2000. Al mismo tiempo, pese a las recientes medidas de saneamiento de las finanzas públicas adoptadas en los países de la zona del euro, las entidades de crédito emisoras de deuda, en su búsqueda de financiación, probablemente tendrán que hacer frente a una competencia más intensa tanto de los emisores soberanos como de los emisores privados no financieros, ya que estos últimos podrían tratar de acceder cada vez más a la financiación de mercado a raíz de la crisis.

Por último, en la posición acreedora neta frente al exterior del sector de las IFM se registraron entradas interanuales por importe de 76 mm de euros en junio, frente a los 105 mm de euros de mayo (véase gráfico 7). Al igual que en el mes precedente, los flujos interanuales positivos contabilizados en los activos exteriores netos reflejan flujos interanuales negativos de activos y pasivos exteriores, con una reducción de los pasivos que superó la observada en los activos.

En resumen, las tasas de crecimiento interanual de M3 y de los préstamos al sector privado aumentaron en junio, aunque permanecieron en niveles reducidos. La pendiente de la curva de rendimientos sigue siendo acusada, si bien su impacto moderador sobre el crecimiento de M3 está disminuyendo, aunque con lentitud. Por tanto, esta evolución sigue respaldando la valoración de que el ritmo de expansión monetaria subyacente es moderado y de que, a medio plazo, las presiones inflacionistas derivadas de la evolución monetaria son contenidas.

Gráfico 7 Contrapartidas de M3

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



Fuente: BCE.

Nota: 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.

Recuadro 2

RESULTADOS DE LA ENCUESTA SOBRE PRÉSTAMOS BANCARIOS EN LA ZONA DEL EURO DE JULIO DE 2010

En este recuadro se presentan los principales resultados de la encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro de julio de 2010, que realiza el Eurosistema y que se llevó a cabo entre el 14 de junio y el 2 de julio de 2010¹. Los resultados de la encuesta apuntan a que la tendencia descendente en el endurecimiento neto de los criterios que se aplican para la aprobación de préstamos a empresas observada en trimestres anteriores se interrumpió en el segundo trimestre de 2010. En ese mismo período, el endurecimiento neto de los criterios de concesión del crédito al consumo y otros préstamos a hogares y de los préstamos a hogares para adquisición de vivienda se mantuvo prácticamente invariable.

1 La fecha límite para la recepción de los datos de las entidades participantes fue el 2 de julio de 2010. El 28 de julio de 2010 se publicó una valoración exhaustiva de los resultados, que se puede consultar en la dirección del BCE en Internet.

Préstamos o líneas de crédito a empresas

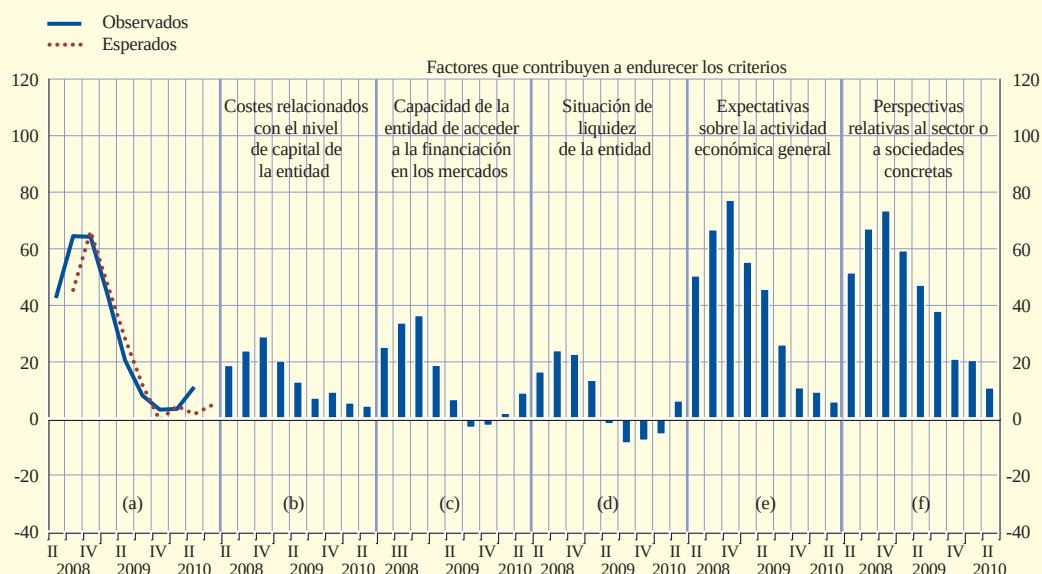
Criterios de aprobación del crédito: En el segundo trimestre de 2010, el porcentaje neto² de entidades que señaló que se había producido un endurecimiento de los criterios aplicados para la aprobación de préstamos y líneas de crédito a empresas se incrementó hasta el 11% (véase gráfico A), superando con ello las expectativas de las entidades de la encuesta anterior (el 2%). Los resultados generales de la encuesta en lo que respecta a este sector fueron homogéneos para los distintos tamaños de empresas. Este porcentaje neto ascendió hasta el 14% para los préstamos concedidos a pequeñas y medianas empresas (pymes) (en comparación con el 4% del primer trimestre de 2010), y hasta el 12% para los otorgados a grandes empresas (en comparación con el 3% del trimestre anterior).

Entre los factores que contribuyeron al endurecimiento neto de los citados criterios en el segundo trimestre de 2010, las entidades participantes señalaron una mayor contribución de factores específicos de las entidades de crédito, lo que posiblemente se debiera a la reaparición de las tensiones en los mercados financieros. Esto quedó reflejado, en particular, en el hecho de que la situación de liquidez de las entidades contribuyera al endurecimiento de los criterios aplicados en la aprobación de préstamos (el 6%, frente al -6% del primer trimestre de 2010), tras haber contribuido a una relajación en los cuatro trimestres anteriores. Las entidades indicaron una contribución más positiva de la capacidad de las entidades

- 2 El porcentaje neto se refiere a la diferencia entre el porcentaje de entidades que ha indicado que los criterios de concesión de los préstamos se han endurecido y el de las que han señalado que se han relajado. Un porcentaje neto positivo indica que las entidades participantes han tendido a endurecer los criterios de aprobación («se han endurecido en términos netos»), mientras que un porcentaje neto negativo es indicativo de que las entidades han tendido a relajar los citados criterios («se han relajado en términos netos»).

Gráfico A Cambios en los criterios de concesión aplicados a los préstamos o líneas de crédito a empresas

(en porcentaje neto)



Notas: En el panel (a) el porcentaje neto se refiere a la diferencia entre la suma de los porcentajes correspondientes a las respuestas «se han endurecido considerablemente» y «se han endurecido en cierta medida» y la suma de los porcentajes correspondientes a las respuestas «se han relajado en cierta medida» y «se han relajado considerablemente». El porcentaje neto de las preguntas relacionadas con los factores se define como la diferencia entre el porcentaje de entidades que indican que un factor determinado ha contribuido a un endurecimiento y las que indican que ha contribuido a una relajación. Los valores «observados» se refieren al período en que se realizó la encuesta. Los valores «esperados» se refieren a los cambios esperados en los tres meses siguientes.

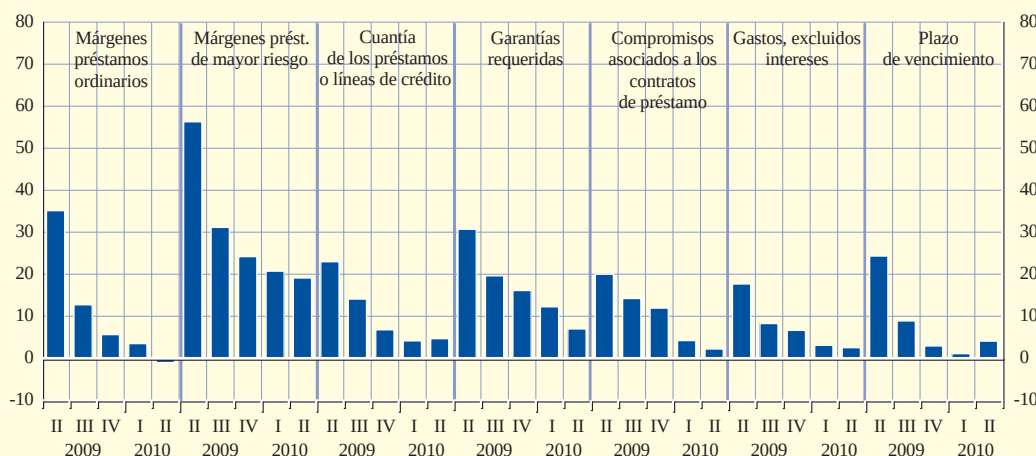
de crédito de acceder a la financiación en los mercados (el 9%, en comparación con el 2% del primer trimestre de 2010). Aunque los costes relacionados con el nivel de capital de las entidades siguieron contribuyendo al endurecimiento neto de los criterios aplicados, pasaron a ser algo menos relevantes que en la encuesta anterior (el 4%, frente al 6% del primer trimestre de 2010). En cambio, la competencia (de entidades de crédito, de instituciones no bancarias y de la financiación en los mercados) tendió, por lo general, a relajar los criterios de aprobación de préstamos y líneas de crédito a empresas en el segundo trimestre de 2010. Al mismo tiempo, siguiendo con la tendencia registrada en trimestres anteriores, se produjo una nueva reducción de la contribución de los factores relacionados con el ciclo económico al endurecimiento de los criterios, como las perspectivas relativas al sector o a sociedades concretas (el 11%, en comparación con el 21% del primer trimestre de 2010) y las expectativas relativas a la actividad económica en general (el 6%, frente al 9% del primer trimestre de 2010).

La evolución fue dispar en lo que respecta a las condiciones relacionadas con el precio y de otras condiciones aplicadas en la concesión de préstamos a empresas, con un resultado neto que contribuyó al endurecimiento de los criterios aplicados en su aprobación en el segundo trimestre de 2010 (véase gráfico B). En efecto, aunque los márgenes, los compromisos asociados a los contratos de préstamo y las garantías solicitadas se relajaron ligeramente, se adoptó una actitud algo más restrictiva en relación con la cuantía de los préstamos concedidos y el plazo de vencimiento de los mismos. Al igual que el trimestre anterior, los márgenes aplicados a los préstamos ordinarios concedidos a grandes empresas disminuyeron ligeramente en el segundo trimestre de 2010 (hasta el -2%, desde el -1% del primer trimestre de 2010), mientras que el endurecimiento neto de los márgenes de los préstamos otorgados a las pymes prácticamente no experimentó variaciones (el 8%).

De cara al futuro, las entidades participantes en la encuesta esperan un menor endurecimiento neto de los criterios de aprobación de los préstamos y líneas de crédito en el tercer trimestre de 2010 (el 5%; véase gráfico A).

Gráfico B Cambios en las condiciones para la aprobación de préstamos o líneas de crédito a empresas

(porcentaje neto de entidades que indican un endurecimiento de las condiciones)



Nota: El porcentaje neto se refiere a la diferencia entre la suma de los porcentajes correspondientes a las respuestas «se han endurecido considerablemente» y «se han endurecido en cierta medida» y la suma de los porcentajes correspondientes a las respuestas «se han relajado en cierta medida» y «se han relajado considerablemente».

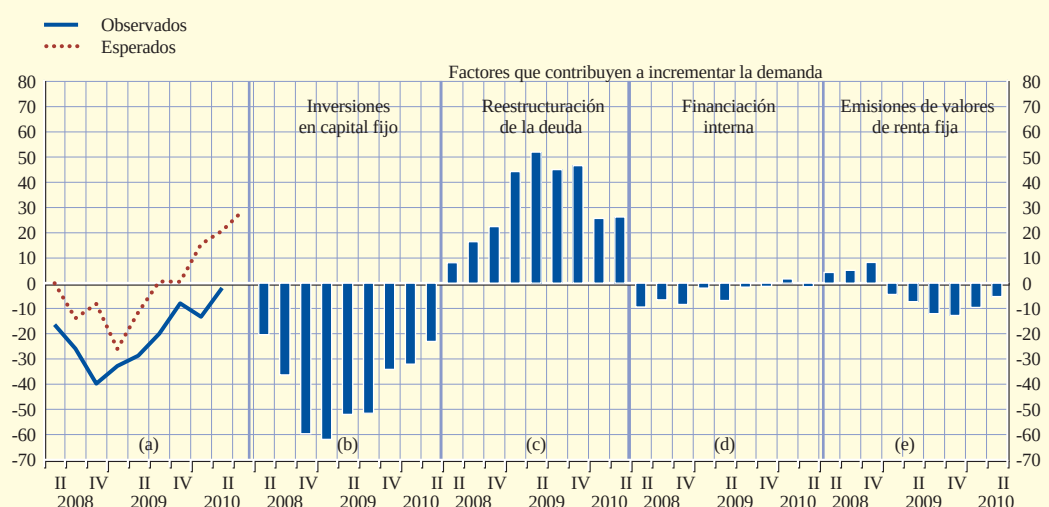
Demanda de préstamos: Aunque la demanda neta de préstamos³ por parte de empresas siguió siendo negativa, aumentó hasta el -2% en el segundo trimestre de 2010, desde el -13% del primer trimestre de 2010 (véase gráfico C), continuando, por tanto, con la recuperación gradual de la demanda neta de préstamos de este sector que se inició en el primer trimestre de 2009. La demanda neta de préstamos pasó a ser menos negativa tanto para los préstamos a pymes (el -3%, en comparación con el -9% del primer trimestre de 2010) como para los otorgados a grandes empresas (el -10%, en comparación con el -20% del trimestre anterior) pero, en general, siguió siendo más débil en el caso de estas últimas. Cabe observar que si bien la demanda neta de préstamos a corto plazo siguió siendo negativa (el -3%) en el segundo trimestre de 2010, la de préstamos a largo plazo pasó a ser positiva (el 3%) por primera vez desde el primer trimestre de 2008. El principal motivo del incremento de la demanda neta de préstamos por parte de empresas fue la contribución menos negativa de factores como la inversión en capital fijo (el -23%, frente al -32% del primer trimestre de 2010) y las fusiones y adquisiciones (el -7%, frente al -18% del primer trimestre de 2010). Asimismo, la contribución negativa de fuentes de financiación alternativas, en particular de la emisión de valores de renta fija, pasó a ser algo menos pronunciada en el segundo trimestre. Al mismo tiempo, la contribución positiva de las reestructuraciones de deuda (esto es, las modificaciones por parte de las empresas de las condiciones de su deuda viva) se mantuvo prácticamente invariable en comparación con la encuesta anterior y la contribución de las existencias y del capital circulante volvió a aumentar ligeramente (hasta el 7%, desde el 3% registrado el trimestre anterior).

De cara al futuro, las entidades participantes en la encuesta esperan un incremento de la demanda de préstamos. En términos netos, el 29% de las entidades encuestadas (frente al 21% de la encuesta anterior) espera que la demanda de préstamos de empresas aumente en el tercer trimestre de 2010, si

3 La demanda neta de préstamos se calcula en base a la diferencia porcentual entre aquellas entidades financieras que han señalado que la demanda de préstamos se ha incrementado y aquellas que han señalado que la demanda de préstamos ha descendido.

Gráfico C Cambios en la demanda de préstamos o líneas de crédito por parte de empresas

(en porcentaje neto)

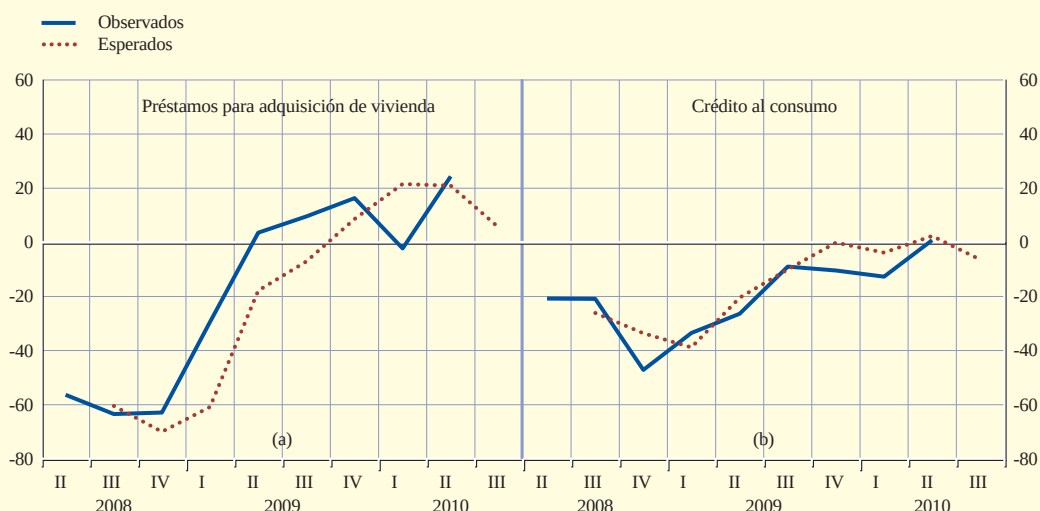


Nota: En el panel (a), el porcentaje neto se refiere a la diferencia entre la suma de los porcentajes correspondientes a las respuestas «se ha incrementado considerablemente» y «se ha incrementado en cierta medida» y la suma de los porcentajes correspondientes a las respuestas «se ha reducido en cierta medida» y «se ha reducido considerablemente». El porcentaje neto de las preguntas relacionadas con los factores se define como 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. Los valores «observados» se refieren al período en que se realizó la encuesta. Los valores «esperados» se refieren a los cambios esperados en los tres meses siguientes.

BCE
Boletín Mensual
Agosto 2010

Gráfico E Cambios en la demanda de préstamos a hogares para adquisición de vivienda y de crédito al consumo

(en porcentaje neto)



Notas: El porcentaje neto se refiere a la diferencia entre la suma de los porcentajes correspondientes a las respuestas «se ha incrementado considerablemente» y «se ha incrementado en cierta medida» y la suma de los porcentajes correspondientes a las respuestas «se ha reducido en cierta medida» y «se ha reducido considerablemente». Los valores «observados» se refieren al período en que se realizó la encuesta. Los valores «esperados» se refieren a los cambios esperados en los tres meses siguientes.

con el vencimiento de los préstamos (el 3%, frente al 1% del primer trimestre) y también incrementaron los márgenes aplicados a los préstamos ordinarios (el 3%, frente al -3% del primer trimestre).

De cara al futuro, las entidades participantes en la encuesta esperan que el endurecimiento neto de los criterios aplicados en la aprobación de préstamos a hogares para adquisición de vivienda se reduzca en el tercer trimestre de 2010 (el 3%).

Demanda de préstamos: La demanda neta de préstamos para adquisición de vivienda aumentó de manera significativa en el segundo trimestre de 2010 (hasta el 24%, desde el -2% del primer trimestre de 2010), una evolución acorde, en líneas generales, con las expectativas indicadas en la encuesta anterior (véase gráfico E). El incremento de la demanda de esta modalidad de préstamo puede explicarse, en particular, por la contribución más positiva de las expectativas relativas al mercado de la vivienda (el 9%, en comparación con el 3% del primer trimestre de 2010) y por una aportación menos negativa de la confianza de los consumidores (el -6%, desde el -13% del trimestre precedente).

Las entidades esperan que la demanda neta de préstamos para adquisición de vivienda descienda hasta el 5% en el tercer trimestre de 2010, desde el 24% del segundo trimestre.

Crédito al consumo y otros préstamos a hogares

Criterios de aprobación del crédito: El porcentaje neto de entidades que indicaron que los criterios de aprobación del crédito al consumo y otros préstamos se habían endurecido fue positivo en el segundo trimestre de 2010 (el 12%; véase gráfico F), un nivel similar al del trimestre precedente, aunque superó las expectativas de la encuesta anterior. Al igual que en el caso de los préstamos para adquisición de vivienda, los costes de financiación y la disponibilidad de fondos de las entidades contribuye-

Gráfico F Cambios en los criterios de concesión aplicados al crédito al consumo y a otros préstamos a hogares

(en porcentaje neto)



Nota: Véanse las notas del gráfico A.

ron en mayor medida al endurecimiento neto registrado en el citado trimestre (el 4%, frente al 1% del primer trimestre). Al mismo tiempo, se observaron unas perspectivas algo más positivas en relación con el riesgo de crédito, principalmente a través de una contribución menos negativa de la solvencia de los consumidores (el 12%, en comparación con el 19% de la encuesta anterior).

De cara al futuro, las entidades participantes todavía esperan que se produzca un endurecimiento de los criterios de aprobación, aunque en menor medida, en el tercer trimestre de 2010 (hasta el 6%).

Demanda de préstamos: La demanda neta de crédito al consumo aumentó en el segundo trimestre de 2010, hasta el 1%, desde el -13% del primer trimestre de 2010 (véase gráfico E), una evolución acorde, en líneas generales, con las expectativas. Los principales factores determinantes del incremento de la demanda neta estuvieron relacionados con el gasto en bienes de consumo duradero y con la confianza de los consumidores.

De cara al futuro, las entidades participantes en la encuesta esperan una demanda neta ligeramente negativa de crédito al consumo y de otros préstamos a hogares en el tercer trimestre de 2010 (el -6%).

Preguntas ad hoc sobre el impacto de las turbulencias en los mercados financieros

Al igual que en encuestas anteriores, en la de julio de 2010 se planteó una serie de preguntas ad hoc con el objeto de conocer la magnitud del impacto de las tensiones registradas en los mercados financieros sobre los criterios aplicados para la aprobación de préstamos y líneas de crédito a empresas y de préstamos a hogares en la zona del euro en el segundo trimestre de 2010, y la medida en que podrían seguir influyendo en el tercer trimestre.

Para el segundo trimestre de 2010, posiblemente como consecuencia de la reaparición de tensiones en los mercados financieros derivadas de la preocupación acerca del riesgo soberano, las entidades

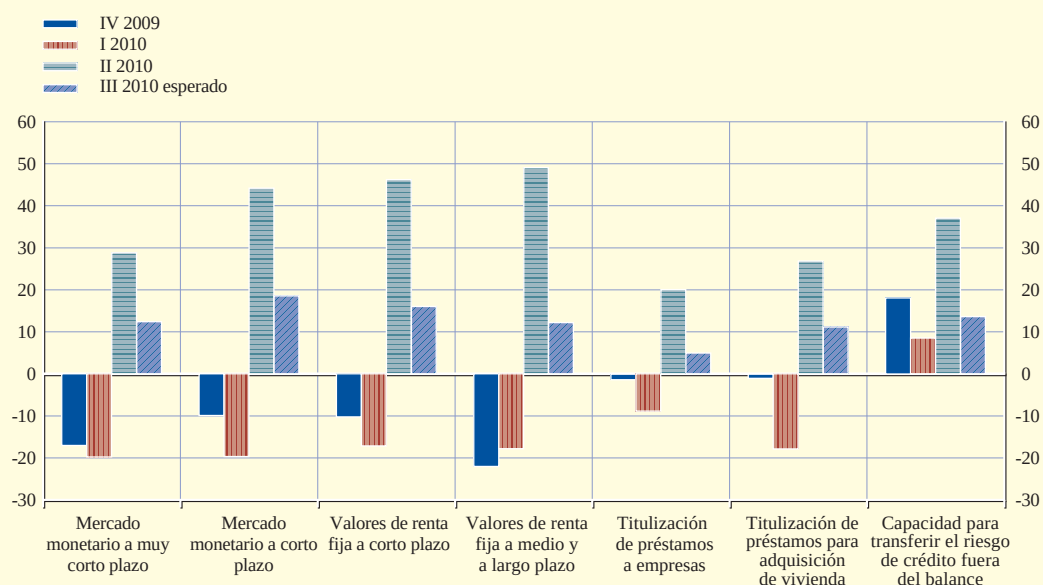
participantes en la encuesta indicaron que, en general, su acceso a la financiación en los mercados mayoristas se había deteriorado en todos los segmentos, aunque el acceso a los mercados monetarios a corto plazo y a los mercados de renta fija se había deteriorado en mayor medida (véase gráfico G). En términos netos, en el segundo trimestre de 2010, aproximadamente el 30%-40% de las entidades participantes (excluidas aquellas que respondieron «no es aplicable a mi entidad») señaló que el acceso a los mercados monetarios se había deteriorado, y alrededor del 40%-50% de las entidades indicaron lo mismo en lo que respecta al acceso a los mercados de renta fija. Además, el acceso a la titulización fuera de balance o real de préstamos a empresas y de préstamos a hogares para adquisición de vivienda también se vio algo más dificultado en el segundo trimestre de 2010. Entre el 20% y el 30% de las entidades para las que esta línea de negocio es relevante (alrededor del 60% de la muestra de entidades), indicó que el acceso a la titulización de préstamos a empresas y de préstamos para adquisición de vivienda se había deteriorado. Por otra parte, según el 37% de las entidades para las que esta línea de negocio es importante (que es el caso del 40% de las entidades encuestadas), la titulización sintética, esto es, la capacidad para transferir el riesgo de crédito fuera del balance, se deterioró.

Para los tres próximos meses, en términos netos, entre el 10% y el 20% de las entidades participantes en la encuesta siguen esperando que el acceso a todos los mercados de financiación mayorista continúe deteriorándose. Concretamente, el 20% de las entidades espera que su acceso a los mercados monetarios a corto plazo se vea más dificultado.

Por lo que se refiere al impacto de las turbulencias financieras sobre los costes relacionados con el nivel de capital de las entidades y sobre su política crediticia, solo se observó una variación muy ligera entre el primero y el segundo trimestre de 2010. En el segundo trimestre de 2010, aproxima-

Gráfico G Cambios en el acceso a la financiación en los mercados mayoristas en los tres últimos meses

(porcentaje neto de entidades que han señalado que el acceso se ha deteriorado)



Nota: El porcentaje neto se refiere a la diferencia entre la suma de los porcentajes correspondientes a las respuestas «se ha deteriorado considerablemente» y «se ha deteriorado en cierta medida», y la suma de los porcentajes correspondientes a las respuestas «ha mejorado considerablemente» y «ha mejorado en cierta medida».

damente el 40% de las entidades participantes en la encuesta indicó que las turbulencias habían causado «cierto» impacto o un impacto «considerable» sobre el capital y sobre la política crediticia, una valoración acorde, en general, con las respuestas de la encuesta anterior. Además, el 34% (frente al 38% en el primer trimestre de 2010) señaló que su nivel de capital básicamente no se había visto afectado en el segundo trimestre de 2010 como consecuencia de las turbulencias financieras.

2.2 EMISIONES DE VALORES

La tasa de crecimiento interanual de la emisión de valores distintos de acciones continuó moderándose, y en mayo de 2010 se redujo hasta el 4,3%. Los datos sobre la emisión por sectores ponen de manifiesto que esta moderación fue generalizada en los distintos sectores, pero que principalmente estuvo determinada por las IFM. Al mismo tiempo, la tasa de crecimiento interanual de la emisión de acciones cotizadas siguió disminuyendo.

VALORES DISTINTOS DE ACCIONES

La tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro continuó moderándose, y en mayo de 2010 cayó hasta situarse en el 4,3% desde el 5,3% del mes anterior (véase cuadro 3). La moderación observada en la evolución de mayo puede deberse, en parte, al aplazamiento de las emisiones en vista de las difíciles condiciones imperantes en los mercados asociadas a la crisis de la deuda soberana. El descenso reflejó, en gran medida, una desaceleración del crecimiento interanual de la emisión de valores distintos de acciones a largo plazo, que cayó hasta el 5,9%. Siguiendo la tendencia a la baja que comenzó hace aproximadamente un año, el crecimiento interanual de la emisión de valores distintos de acciones a corto plazo continuó disminuyendo, hasta el -7,8%, en mayo de 2010. La tasa de crecimiento semestral anualizada y desestacionalizada de la emisión de valores distintos de acciones, que capta mejor las tendencias a corto plazo, retornó a una trayectoria descendente en mayo, principalmente como consecuencia del menor crecimiento de la emisión por parte de las IFM (véase gráfico 8).

Cuadro 3 Valores emitidos por residentes en la zona del euro

Sector emisor	Saldo vivo (mm de euros)	Tasas de crecimiento interanual ¹⁾					
		2009	2009	2009	2010	2010	2010
	2010 Mayo	II	III	IV	I	Abril	Mayo
Valores distintos de acciones:	15.766	11,8	11,3	10,0	6,6	5,3	4,3
IFM	5.484	5,8	4,0	2,9	1,6	1,3	-0,2
Instituciones financieras no monetarias	3.246	30,4	26,1	20,1	8,3	4,1	2,9
Sociedades no financieras	885	10,2	13,4	15,8	14,0	15,5	14,5
Administraciones Públicas	6.151	12,2	13,5	12,7	10,0	8,6	8,2
De las cuales:							
Administración Central	5.748	12,4	13,8	12,9	9,9	8,5	8,0
Otras Administraciones Públicas	404	9,6	9,5	10,4	10,2	11,0	10,2
Acciones cotizadas:	4.110	1,9	2,7	2,8	2,9	2,7	2,4
IFM	450	8,7	9,3	8,8	8,2	7,0	6,3
Instituciones financieras no monetarias	321	3,1	3,9	2,7	5,4	5,3	5,3
Sociedades no financieras	3.340	0,8	1,6	1,9	1,9	1,7	1,5

Fuente: BCE.

1) Para más información, véanse las notas técnicas relativas a las secciones 4.3 y 4.4 de las «Estadísticas de la zona del euro».

En los últimos meses, las actividades de refinanciación, principalmente a tipo de interés fijo, han seguido siendo intensas en el segmento de valores distintos de acciones a largo plazo, en detrimento de la emisión de valores a corto plazo. En los últimos meses, el crecimiento interanual de la emisión de valores distintos de acciones a largo plazo a tipo de interés fijo se ha estabilizado en una tasa por debajo del 11%. Al mismo tiempo, la tasa de crecimiento interanual de la emisión de valores a largo plazo a tipo de interés variable pasó a ser negativa.

Desde la perspectiva de los sectores, la moderación observada en el ritmo de emisión de valores distintos de acciones en los últimos meses parece ser generalizada, excepto en el caso del sector empresas, en el que el crecimiento de la emisión ha estado fluctuando en torno a niveles altos en términos históricos. No obstante, en mayo, la tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por las sociedades no financieras de la zona del euro descendió 1 punto porcentual, aunque se mantuvo elevada, en el 14,5%. Los abultados volúmenes

y el ritmo sostenido de emisión neta de valores distintos de acciones a largo plazo a tipo de interés fijo desde finales de 2008 sugiere que las empresas, especialmente las grandes empresas, han obtenido financiación en los mercados de capitales, beneficiándose de unas condiciones de mercado todavía favorables y también en vista de que las condiciones de aprobación de los préstamos bancarios son relativamente estrictas.

Pese a observarse algunas señales de moderación, la tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por las Administraciones Públicas se mantuvo elevada en mayo, en el 8,2%. Esta evolución es acorde con la persistencia de unas necesidades de financiación considerables del sector público de la zona del euro, aunque en los últimos meses se ha producido una fuerte reducción de la emisión este tipo de valores a corto plazo, y el crecimiento interanual ha sido negativo desde abril.

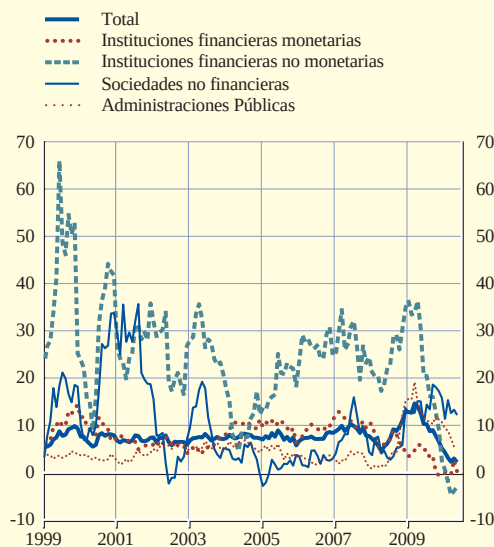
En cuanto al sector financiero, la tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por las IFM pasó a ser negativa, del -0,2%, en mayo, frente al 1,3% del mes anterior. La intensificación de las tensiones asociadas al riesgo soberano pareció incidir negativamente en el acceso a la financiación de las entidades de crédito de la zona del euro. La tasa de crecimiento interanual de la emisión de valores distintos de acciones a largo plazo experimentó un acusado descenso, mientras que la contracción observada, en términos interanuales, en la emisión de valores a corto plazo, se acentuó. La tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por las instituciones financieras no monetarias cayó hasta el 2,9% en mayo, desde el 4,1% del mes precedente, como consecuencia de la desaceleración del crecimiento de la emisión de valores a largo plazo.

ACCIONES COTIZADAS

La tasa de crecimiento interanual de las acciones cotizadas emitidas por residentes en la zona del euro descendió hasta el 2,4% en mayo de 2010 (véase gráfico 9). Aunque la tasa de crecimiento interanual de la emisión de acciones por las IFM se moderó ligeramente con respecto al mes precedente, se mantuvo

Gráfico 8 Detalle por sectores de los valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro

(tasas de crecimiento semestrales anualizadas desestacionalizadas)



Fuente: BCE.

elevada, en el 6,3%, en mayo. Esto refleja los esfuerzos de las entidades de crédito por captar capital para reforzar sus balances. Al mismo tiempo, la tasa de crecimiento interanual de la emisión de acciones cotizadas por las sociedades no financieras se redujo hasta el 1,5%. La caída de la emisión de acciones reflejó el considerable repunte del coste de financiación mediante este tipo de valores.

2.3 TIPOS DE INTERÉS DEL MERCADO MONETARIO

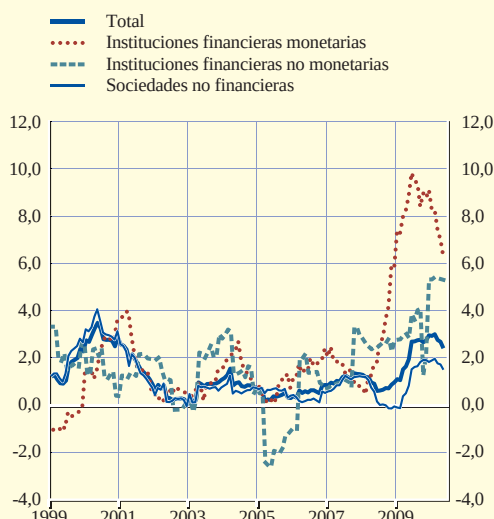
Los tipos de interés del mercado monetario aumentaron de nuevo en todos los plazos de vencimiento en julio y principios de agosto de 2010. La volatilidad del EONIA se ha incrementado desde el 1 de julio de 2010, fecha de vencimiento de la operación de financiación a plazo más largo a un año. En consonancia con la disminución gradual del exceso de liquidez en la zona del euro, el recurso medio diario a la facilidad de depósito se redujo considerablemente durante el séptimo período de mantenimiento de 2010, en comparación con el período anterior, que finalizó el 13 de julio.

En julio y principios de agosto de 2010, los tipos de interés del mercado monetario sin garantías aumentaron de nuevo en todos los plazos de vencimiento. El 4 de agosto, los tipos EURIBOR a un mes, a tres meses, a seis meses y a doce meses se situaban en el 0,649%, el 0,900%, el 1,149% y el 1,421%, respectivamente, esto es, unos 13, 10, 8 y 9 puntos básicos por encima de los niveles observados el 7 de julio. En consecuencia, el diferencial entre el EURIBOR a doce meses y a un mes, un indicador de la pendiente de la curva de rendimientos del mercado monetario, se redujo 4 puntos básicos en ese período, y el 4 de agosto se situaba en torno a 77 puntos básicos (véase gráfico 10).

Entre el 7 de julio y el 4 de agosto, los tipos de interés del mercado monetario obtenidos del índice de los swaps del EONIA a tres meses aumentaron menos que los tipos sin garantías correspondientes. El tipo swap del EONIA a tres meses se situó en el 0,57% el 4 de agosto, unos 2 puntos básicos por encima del nivel del 7 de julio. En

Gráfico 9 Detalle por sectores de las acciones cotizadas emitidas por residentes en la zona del euro

(tasas de crecimiento interanual)

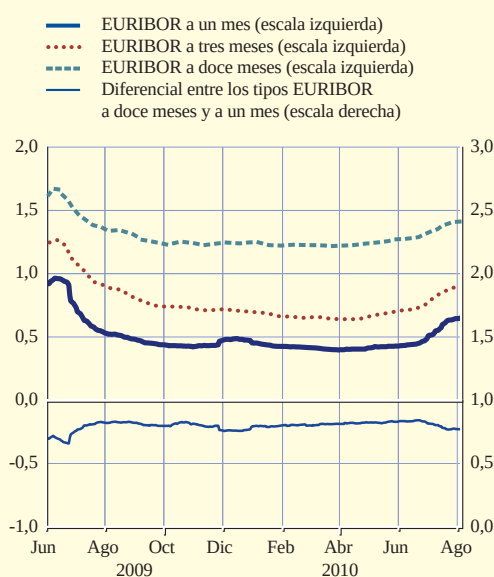


Fuente: BCE.

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

Gráfico 10 Tipos de interés del mercado monetario

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



Fuentes: BCE y Reuters.

consecuencia, el diferencial entre este tipo de interés del mercado monetario y el EURIBOR sin garantías correspondiente se incrementó hasta situarse en 33 puntos básicos el 4 de agosto, 8 puntos básicos por encima del vigente el 7 de julio, manteniéndose por tanto relativamente elevado en comparación con los niveles registrados antes del comienzo de las turbulencias en los mercados financieros en agosto de 2007.

El 4 de agosto, los tipos de interés implícitos en los precios de los futuros del EURIBOR a tres meses con vencimiento en septiembre y diciembre de 2010 y marzo y junio de 2011 se situaron en el 0,95%, el 1,03%, el 1,10% y el 1,18%, respectivamente, lo que representa descensos de unos 3, 8, 7 y 6 puntos básicos, respectivamente, con respecto a los niveles observados el 7 de julio.

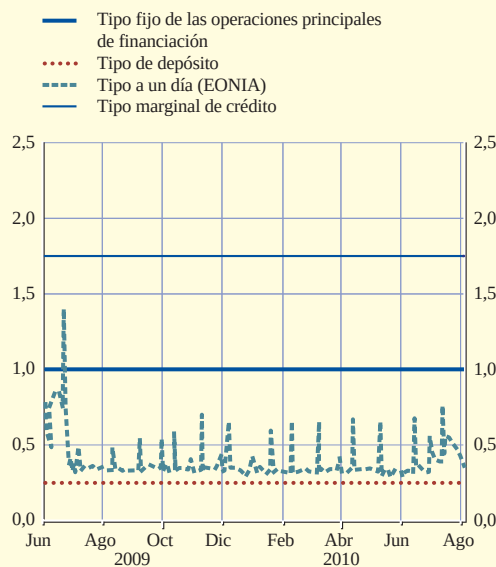
La volatilidad del EONIA ha aumentado desde el 1 de julio de 2010, fecha de vencimiento de la operación de financiación a plazo más largo a un año. El EONIA se incrementó durante la primera mitad de julio y posteriormente descendió, fluctuando entre el 0,36% y el 0,56% (véase gráfico 11), con la excepción del 13 de julio, último día del sexto período de mantenimiento de 2010. Ese día, el EONIA se elevó hasta el 0,75%, como consecuencia de una operación de absorción de liquidez que realizó el Eurosistema en la que se aplicó un procedimiento de subasta a tipo de interés variable. En la operación se absorbieron 200,9 mm de euros, con un tipo máximo del 1,00%, un tipo marginal del 0,80% y un tipo medio ponderado del 0,76%. El 4 de agosto, el EONIA se situó en el 0,365%.

En las operaciones principales de financiación realizadas los días 13, 20 y 27 de julio y 3 de agosto, el BCE adjudicó 195,7 mm de euros, 201,3 mm de euros, 190 mm de euros y 154,8 mm de euros, respectivamente. En cuanto a las operaciones a más largo plazo, el BCE adjudicó dos OFPML en julio aplicando un procedimiento de subasta a tipo de interés fijo con adjudicación plena en ambas operaciones: una operación a un mes el 13 de julio (en la que se adjudicaron 49,4 mm de euros) y una operación a tres meses el 28 de julio (en la que se adjudicaron 23,2 mm de euros). Además, el BCE llevó a cabo cuatro operaciones de absorción de liquidez a una semana aplicando procedimientos de subasta a tipo de interés variable con un tipo máximo de puja del 1,00% los días 13, 20 y 27 de julio y 3 de agosto. En la última de estas operaciones, el BCE absorbió 60,5 mm de euros, que corresponde al importe de las adquisiciones realizadas en el marco del Programa para los Mercados de Valores, teniendo en cuenta las operaciones realizadas hasta el 30 de julio de 2010, inclusive (véase también el recuadro 3).

En consonancia con la disminución gradual del superávit de liquidez de la zona del euro, el recurso medio diario a la facilidad de depósito se redujo hasta situarse en 84,9 mm de euros en el período comprendido entre el 14 de julio y el 4 de agosto, bastante por debajo de los 230,4 mm de euros registrados en el período de mantenimiento anterior, que finalizó el 13 de julio.

Gráfico 11 Tipos de interés del BCE y tipo de interés a un día

(en porcentaje; datos diarios)



Fuentes: BCE y Reuters.

Recuadro 3

LA EVOLUCIÓN DEL MERCADO DE BONOS GARANTIZADOS Y EL PROGRAMA DE ADQUISICIONES DE BONOS GARANTIZADOS (COVERED BONDS)¹

El 7 de mayo de 2009, el Consejo de Gobierno decidió comenzar el programa de adquisiciones de bonos garantizados, en el que el Eurosistema compró bonos garantizados admisibles en el contexto del programa. Los detalles operativos del programa se anunciaron el 4 de junio de 2009. Las compras comenzaron el 6 de julio de 2009 y finalizaron el 30 de junio de 2010.

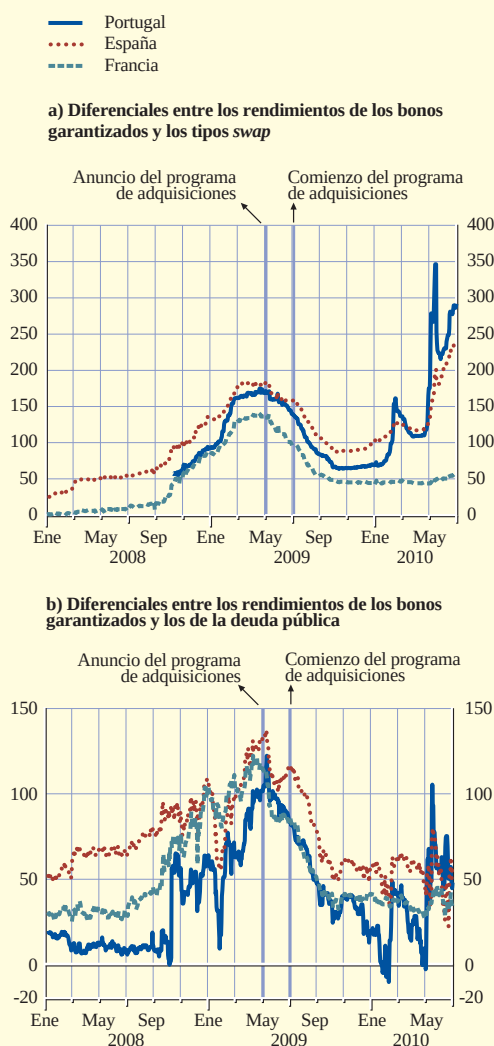
El objetivo del programa de adquisiciones era mejorar las condiciones de financiación de las instituciones financieras que emiten bonos garantizados, así como la liquidez en el mercado secundario de estos bonos, y propiciar una relajación de las condiciones aplicadas para la concesión de crédito, dado que se predecía que el proceso de desapalancamiento del sector bancario continuaría durante un tiempo. Estas medidas también tenían por objeto mejorar el perfil de riesgo de las instituciones tenedoras de bonos garantizados y, con ello, estimular el crecimiento del crédito.

El anuncio del programa de adquisiciones fue seguido de un estrechamiento bastante rápido de los diferenciales entre los rendimientos de los bonos garantizados y los tipos *swap* que, en el caso de algunos mercados, se aceleró cuando comenzaron las compras (véase gráfico A a). A partir del 7 de mayo de 2009, la actividad en el mercado secundario cambió con gran rapidez, pasando de una fuerte posición vendedora previa a una posición compradora. El mercado primario, que había permanecido más o menos cerrado desde mediados de 2008, también se recuperó con celeridad, observándose una intensa actividad emisora entre mayo y octubre de 2009, con la excepción de agosto, mes en el que, tradicionalmente, las nuevas emisiones son escasas por las vacaciones.

1 Para más información, véanse las notas de prensa del BCE de 4 de junio de 2009 y 30 de junio de 2010, la Decisión del BCE de 2 de julio de 2009 sobre la ejecución del programa de adquisiciones de instrumentos de renta fija tipo *Pfandbrief* (bonos garantizados) (BCE/2009/16) y los informes mensuales sobre el programa de adquisiciones de bonos garantizados del Eurosistema, publicados en la dirección del BCE en Internet entre julio de 2009 y junio de 2010. Véase también el artículo monográfico sobre los bonos garantizados europeos en el Informe sobre Integración Financiera del BCE de abril de 2010.

Gráfico A Evolución de segmentos seleccionados de los mercados de bonos garantizados

(en puntos básicos)



Fuente: Cálculos del BCE basados en datos de iBoxx.

En el cuarto trimestre de 2009, la tendencia observada anteriormente de rápido estrechamiento de los diferenciales llegó a su fin. Esto indujo a muchos inversores a la realización de beneficios. Además, como los diferenciales entre los rendimientos de numerosos bonos garantizados y los de la deuda soberana de referencia correspondiente también pasaron a ser relativamente reducidos (véase gráfico A b), algunos inversores empezaron a realizar las denominadas permutas, es decir, a sustituir bonos garantizados por deuda pública. En consecuencia, la situación en lo que respecta al interés por vender o comprar en el mercado secundario pasó a ser más equilibrada, con un aumento de los flujos. Después de que en septiembre de 2009 se registrara una actividad emisora muy intensa, el mercado primario también recobró cierta calma en el cuarto trimestre, y los volúmenes de emisión retornaron a niveles más normales.

En los primeros meses de 2010, la evolución del mercado de bonos garantizados estuvo dominada por los efectos del contagio de las tensiones que se produjeron en los mercados de deuda soberana de la zona del euro. Las fuertes fluctuaciones de los rendimientos de la deuda pública también provocaron variaciones sustanciales de los rendimientos de los bonos garantizados que, por norma general, no cayeron por debajo de los de la deuda soberana de referencia correspondiente. Tras registrar un máximo histórico en enero, la actividad en el mercado primario de bonos garantizados se paralizó en varias jurisdicciones, excepto durante un breve período, debido a la preocupación acerca del riesgo soberano observada en marzo de 2010.

Tras la puesta en marcha del Programa para los Mercados de Valores el 10 de mayo de 2010, el mercado de bonos garantizados experimentó una ligera recuperación. Los diferenciales entre los rendimientos de los bonos garantizados y los tipos *swap* se redujeron en casi todas las jurisdicciones, aunque, en algunos casos, este movimiento hacia la disminución de los diferenciales cambió de sentido posteriormente. En varias jurisdicciones, la actividad en los mercados primarios se reanudó.

Como pone de manifiesto la anterior visión retrospectiva de la evolución de los mercados desde la puesta en marcha del programa de adquisiciones, una de las principales señales del éxito del programa se encuentra en la notable reactivación de la actividad en el mercado primario de bonos garantizados. En el período analizado, un espectro mucho más amplio de entidades de crédito de la zona del euro comenzó a utilizar los bonos garantizados como instrumento de financiación. Esto contribuyó a que en algunas jurisdicciones aumentara sensiblemente el número de emisores y de saldos vivos, y por tanto, a que sus mercados de bonos garantizados adquirieran mayor profundidad y amplitud. Esta evolución contribuyó a mejorar la situación general en cuanto a la financiación de las instituciones financieras de la zona del euro y de fuera de la zona, en el caso de estas últimas a través de externalidades positivas. Entre el 7 de mayo de 2009, cuando se anunció el programa de adquisiciones, y el 30 de junio de 2010, fecha de su terminación, se registraron 175 nuevas emisiones de bonos garantizados admisibles en el contexto del programa y la reapertura de 55 emisiones ya existentes por un importe total de unos 184 mm de euros. En este período, una nueva jurisdicción registró su primera colocación pública de bonos garantizados y 25 entidades realizaron por primera vez emisiones en el mercado de bonos garantizados.

El Eurosistema apoyó las nuevas emisiones de bonos garantizados de dos maneras. En primer lugar, participó directamente en las operaciones en el mercado primario, si bien, principalmente, fue por un pequeño porcentaje del importe total emitido y, en segundo lugar, adquirió los bonos garantizados que mantenían otros inversores en el mercado secundario, que entonces tuvieron la oportunidad de participar en las operaciones en el mercado primario. Ambos mecanismos de ayuda contribuyeron a

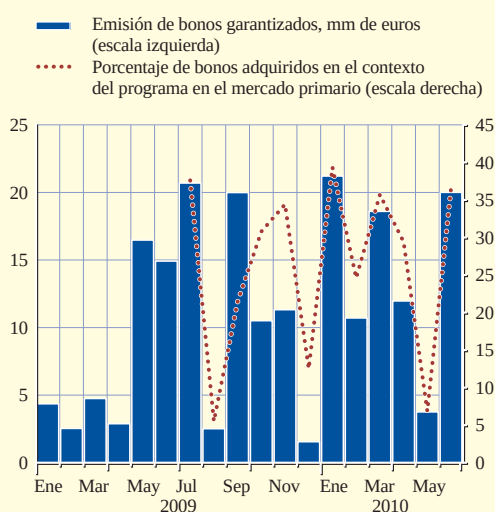
estabilizar los diferenciales de los bonos garantizados. Los importes adquiridos por el Eurosistema en el mercado primario se correspondieron, en líneas generales, con la oferta existente en dicho mercado (véase gráfico B). No obstante, esta respuesta no fue mecánica. Por ejemplo, en septiembre de 2009 hubo un entorno muy favorable para la emisión de bonos garantizados en el mercado primario, de forma que la ayuda del Eurosistema realmente no fue necesaria. Ese mes, las adquisiciones realizadas por el Eurosistema en el citado mercado fueron, por consiguiente, más limitadas que en otros meses en los que se emitieron bonos por importes similares. En conjunto, del importe nominal total de 60 mm de euros de bonos garantizados adquiridos por el Eurosistema, el 27% se compró en el mercado primario.

En el mercado secundario, el Eurosistema distribuyó las compras del programa de adquisiciones entre los diversos segmentos de los mercados de bonos garantizados, teniendo en cuenta los saldos vivos de estos bonos y las ofertas de venta presentadas por las entidades de contrapartida admitidas a los gestores de la cartera de bonos del programa de adquisiciones del Eurosistema. La puesta en marcha del programa de adquisiciones dio lugar a una reducción de los diferenciales entre los precios de compra y venta en el mercado de bonos garantizados. Sin embargo, la profundidad y la liquidez del mercado solo aumentaron de manera significativa cuando, a finales de 2009, se observaron flujos más equilibrados en ambos sentidos. Parte de esta mejora cambió de sentido entre febrero y mayo de 2010, como consecuencia de los efectos de contagio de las tensiones que se produjeron en los mercados de deuda soberana de la zona del euro. En conjunto, el mercado secundario de bonos garantizados ha adquirido mayor profundidad y liquidez desde mayo de 2009. Del importe nominal total de 60 mm de euros de bonos garantizados adquiridos, el 73% correspondió a compras en el mercado secundario.

A partir de marzo de 2010, el Eurosistema puso a disposición de las entidades de contrapartida con

Gráfico B Grandes emisiones de bonos garantizados en la zona del euro y participación del programa de adquisiciones en operaciones en el mercado primario

(mm de euros; en porcentaje)



Fuente: Cálculos del BCE basados en datos de Dealogic.

Nota: Los importes de emisión se refieren a valores admitidos en el programa de adquisiciones con volúmenes de emisión iguales o superiores a 500 millones de euros.

fin de préstamo algunos de los bonos garantizados que mantiene en la cartera adquirida en el contexto del programa, a cambio de activos de garantía. La cantidad de valores prestados no es elevada, pero tampoco insignificante. Por tanto, la disponibilidad de valores incluidos en el programa con fines de préstamo satisface cierta demanda y representa una aportación positiva, aunque bastante limitada, al funcionamiento correcto del mercado de bonos garantizados. Concretamente, es probable que el hecho de que los participantes en el mercado sepan que los valores que forman parte del programa de adquisiciones pueden prestarse a cambio de activos de garantía admitidos si se solicita contribuya a cumplir las expectativas de que el mercado continuará funcionando correctamente a nivel agregado.

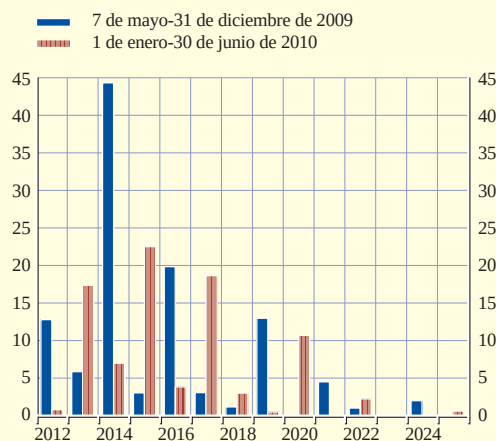
La cartera adquirida en el contexto del programa de adquisiciones incluye principalmente bonos garantizados con vencimiento de tres a siete

años. Por lo que respecta al vencimiento de los valores adquiridos, el Eurosistema respondió de igual forma a la oferta existente en los mercados: la mayor parte de las nuevas emisiones y de las ofertas en el mercado secundario estaban en esta banda de vencimientos (véase gráfico C). En consecuencia, la duración modificada media de la cartera era de 4,12 años en junio de 2010, lo que significa que el plazo de vencimiento medio restante de la cartera es de unos cuatro años.

En general, se puede concluir que el funcionamiento del mercado de bonos garantizados ha mejorado sustancialmente desde el anuncio del programa de adquisiciones en mayo de 2009, aunque notó los efectos de las tensiones registradas en los mercados de deuda soberana en los primeros meses de 2010.

Gráfico C Grandes emisiones de bonos garantizados en la zona del euro, por plazo de vencimiento

(mm de euros)



Fuente: Cálculos del BCE basados en datos de Bloomberg.

Nota: Valores admitidos en el programa de adquisiciones con volúmenes de emisión iguales o superiores a 500 millones de euros.

2.4 MERCADOS DE RENTA FIJA

El clima de los mercados siguió determinando el rendimiento de la renta fija en los mercados internacionales en el transcurso del mes de julio. El 4 de agosto, el rendimiento de la deuda pública a largo plazo con calificación crediticia AAA de la zona del euro se situó ligeramente por debajo de sus niveles de principios de junio, mientras que los diferenciales de rendimiento de la deuda soberana de los países de la zona, especialmente para los que suscitaban preocupación en los mercados respecto a la solidez de sus finanzas públicas, se estrecharon de forma significativa. En Estados Unidos, el rendimiento de los bonos a largo plazo se mantuvo, prácticamente, estable en el período considerado. Las tasas de inflación implícitas a largo plazo de la zona del euro apenas experimentaron cambios en julio.

Entre finales de junio y el 4 de agosto de 2010, el rendimiento de la deuda pública a diez años con calificación crediticia AAA de la zona del euro disminuyó ligeramente, hasta situarse en torno al 2,8%, mientras que el rendimiento de los bonos estadounidenses a largo plazo permaneció, en general, estable en torno al 3% (véase gráfico 12). En consecuencia, el diferencial de tipos de interés nominales a diez años entre la deuda pública de Estados Unidos y la de la zona del euro se amplió levemente. Pese a observarse ciertas fluctuaciones en la tolerancia al riesgo de los inversores en el período examinado, la incertidumbre de los participantes en el mercado respecto a la evolución a corto plazo del rendimiento de la deuda pública a largo plazo, medida por la volatilidad implícita de los mercados de renta fija, se ha reducido ligeramente a ambos lados del Atlántico desde principios de julio.

El rendimiento de los bonos estadounidenses a diez años experimentó escasas variaciones en el conjunto del período analizado, aunque alcanzó, en el transcurso del mes de julio, los niveles más bajos registrados desde la primavera de 2009, al verse afectado el clima de los mercados por la inquietud acerca de la fortaleza y sostenibilidad de la recuperación económica mundial y, especialmente, por la incertidumbre respecto a la magnitud de la esperada desaceleración de la economía estadounidense en el segundo semestre del año. En

este contexto, la publicación, durante el período considerado, de datos macroeconómicos contradictorios relativos a Estados Unidos y a algunas otras economías del mundo, seguida de la confirmación de una desaceleración del crecimiento en el segundo trimestre de 2010, contribuyó a mantener el rendimiento de los bonos estadounidenses a largo plazo por debajo del 3% durante la mayor parte del período examinado, aunque la preocupación de los inversores respecto al riesgo de crédito soberano de algunos países de la zona del euro pareció disminuir en el transcurso del mes de julio, y la publicación de los resultados de las pruebas de resistencia de las entidades de crédito de la zona incrementó la tolerancia general al riesgo.

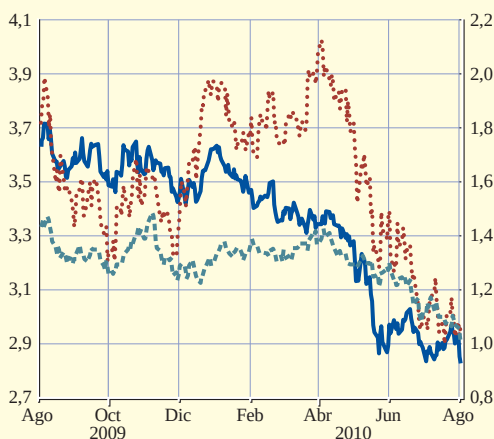
El clima mejoró especialmente en los mercados de deuda soberana de la zona del euro en el período analizado. Además de la publicación de los resultados de las pruebas de resistencia relativos a la exposición de las entidades de crédito de la zona del euro a varios riesgos de crédito soberano, el éxito de las subastas de deuda de algunos países que suscitaban preocupación en los mercados respecto a la solidez de sus finanzas públicas tuvo un efecto positivo sobre los diferenciales de rendimiento de la deuda soberana a diez años de los países de la zona del euro (frente a Alemania). Por otro lado, en el transcurso del mes de julio el rendimiento de algunos bonos a largo plazo con calificación crediticia AAA se elevó también, en comparación con sus niveles de comienzos de junio, lo que apunta a cierta reversión de los cuantiosos desplazamientos de fondos hacia la mayor seguridad de la deuda soberana de elevada calidad de la zona del euro registrados en mayo.

El rendimiento de los bonos a cinco años indicados con la inflación de la zona del euro se mantuvo, en general, estable en torno al 0,5% en el transcurso del mes de julio, mientras que el de los bonos a diez años disminuyó unos 10 puntos básicos, hasta situarse aproximadamente en el 1,1% el 4 de agosto (véase gráfico 13). En consecuencia, los tipos de interés reales *forward* implícitos a largo plazo descen-

Gráfico 12 Rendimiento de la deuda pública a largo plazo

(en porcentaje; datos diarios)

- Zona del euro (escala izquierda)
- ... Estados Unidos (escala izquierda)
- - - Japón (escala derecha)



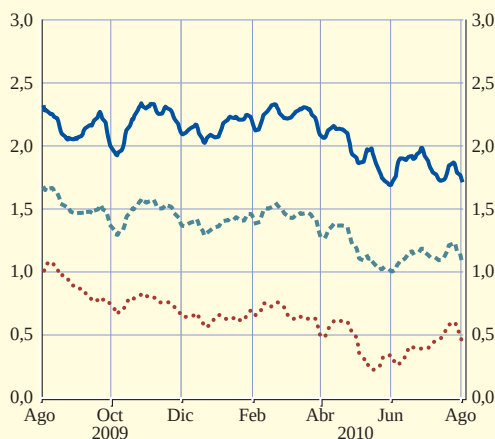
Fuentes: Bloomberg y Reuters.

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

Gráfico 13 Rendimiento de los bonos de cupón cero indicados con la inflación en la zona del euro

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

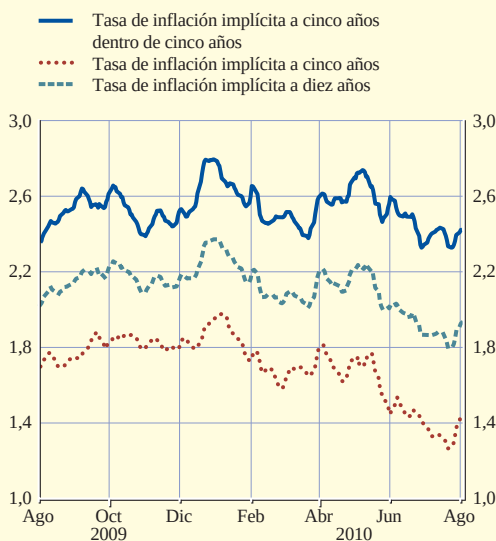
- Rendimiento de los bonos indicados con la inflación a cinco años dentro de cinco años
- ... Rendimiento de los bonos indicados con la inflación a cinco años
- - - Rendimiento de los bonos indicados con la inflación a diez años



Fuentes: Reuters y cálculos del BCE.

Gráfico 14 Tasas de inflación implícitas de cupón cero de la zona del euro

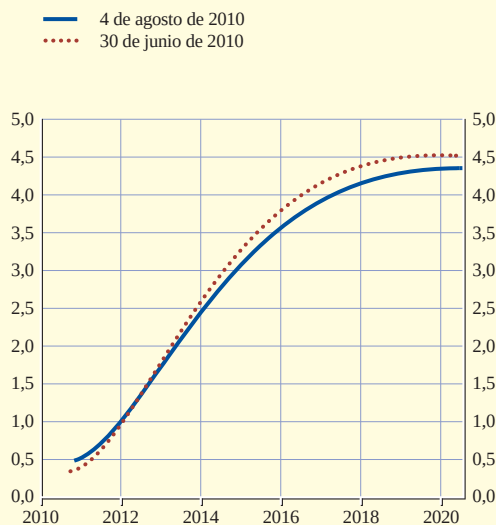
(en porcentaje; medias móviles de cinco días de datos diarios; datos desestacionalizados)



Fuentes: Reuters y cálculos del BCE.

Gráfico 15 Tipos de interés *forward* implícitos a un día, en la zona del euro

(en porcentaje; datos diarios)



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

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

dieron ligeramente. Al mismo tiempo, los indicadores financieros de expectativas de inflación a medio y largo plazo no registraron variaciones significativas en julio (véase gráfico 14). Las tasas de inflación implícitas *forward* a cinco años dentro de cinco años de la zona del euro fluctuaron en torno al 2,4%. Las tasas de inflación implícitas *spot* a cinco y diez años permanecieron bastante estables en el período considerado, situándose en el 1,4% y el 1,9%, respectivamente, el 4 de agosto. Los tipos *swap* a largo plazo indicados con la inflación se mantuvieron también prácticamente estables en torno al 2,2%, lo que sugiere nuevamente que las expectativas de inflación de la zona del euro permanecen firmemente ancladas.

Las expectativas de los inversores respecto a la trayectoria futura de los tipos de interés a corto plazo de la zona del euro parecen haber experimentado pocos cambios entre finales de junio y el 4 de agosto, ya que la curva de tipos *forward* implícitos a un día de la deuda pública de la zona registró variaciones de escasa magnitud (véase gráfico 15).

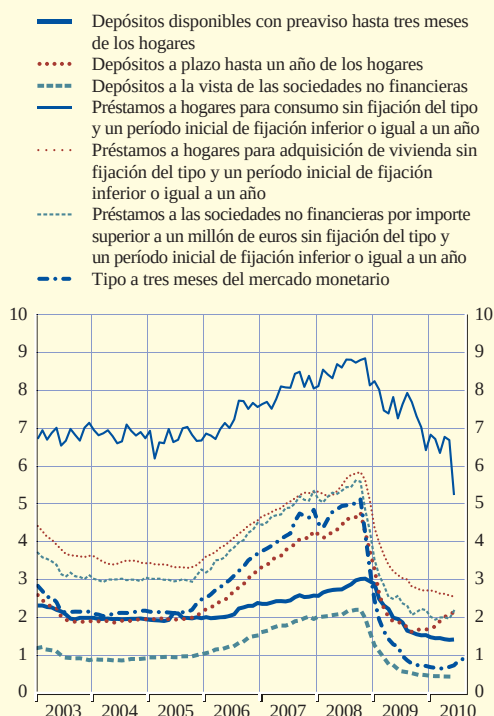
2.5 TIPOS DE INTERÉS DE LOS PRÉSTAMOS Y DE LOS DEPÓSITOS

La mayor parte de los tipos de interés aplicados a los préstamos otorgados por las IFM experimentó un descenso en junio de 2010, registrando nuevos mínimos históricos o situándose próximos a dichos mínimos, tanto en el caso de los hogares como en el de las sociedades no financieras, en la mayoría de los plazos de vencimiento. La transmisión de las anteriores reducciones de los tipos de interés oficiales del BCE a los clientes bancarios está concluyendo.

En junio de 2010, la mayoría de los tipos de interés a corto plazo aplicados por las IFM a los depósitos de los hogares y de las sociedades no financieras aumentaron. La mayor parte de los tipos a corto plazo aplicados a los préstamos a los hogares descendieron, mientras que los aplicados a los préstamos a las sociedades no financieras mostraron una evolución dispar (véase gráfico 16). Más concretamente, los tipos de interés medios aplicados a los descubiertos de los hogares se incrementaron hasta el 9%, mientras que los tipos de interés a corto plazo de los préstamos a hogares para adquisición de vivienda cayeron ligeramente (3 puntos básicos, hasta el 2,5%), registrando un nuevo mínimo histórico. Los tipos de interés a corto plazo aplicados al crédito al consumo, que son más volátiles, experimentaron un acusado descenso, hasta el 5,2% (por la influencia de la evolución de países concretos). En el caso de las sociedades no financieras, los tipos de interés aplicados por las entidades de crédito a los descubiertos se redujeron hasta el 3,7%, mientras que los tipos a corto plazo aplicados a los préstamos por importe reducido (es decir, inferior a un millón de euros) no experimentaron variaciones. Los tipos de interés a corto plazo aplicados a los préstamos por importe elevado (es decir, superior a un millón de euros) repuntaron hasta situarse en el 2,2%. Desde la subida de 4 puntos básicos del EURIBOR en junio de 2010, los diferenciales entre los tipos de interés a corto plazo de los préstamos concedidos por las IFM a los

Gráfico 16 Tipos de interés a corto plazo aplicados por las IFM y tipo de mercado a corto plazo

(en porcentaje; tipos de interés de las nuevas operaciones)

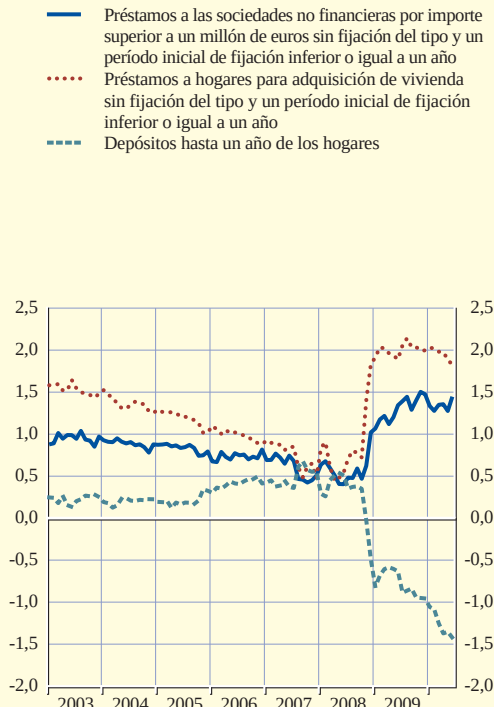


Fuente: BCE.

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

Gráfico 17 Diferenciales entre los tipos de interés a corto plazo aplicados por las IFM y el tipo a tres meses del mercado monetario

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



Fuente: BCE.

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

hogares y el tipo de interés a tres meses del mercado monetario se han estrechado, mientras que el diferencial frente a los tipos aplicados a los préstamos por importe elevado otorgados a las sociedades no financieras se ha ampliado (véase gráfico 17).

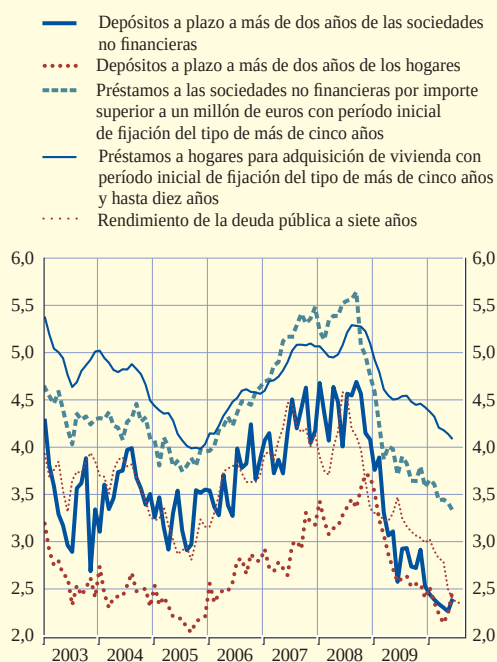
Si se adopta una perspectiva a más largo plazo, entre septiembre de 2008 (es decir, justo antes del comienzo del ciclo de relajación de la política monetaria) y junio de 2010, los tipos de interés a corto plazo aplicados tanto a los préstamos a hogares para adquisición de vivienda como aquellos concedidos a las sociedades no financieras descendieron 325 puntos básicos y 336 puntos básicos, respectivamente, en comparación con un descenso de 429 puntos básicos del EURIBOR a tres meses, e indica que la transmisión de las variaciones de los tipos de mercado a los tipos de interés aplicados por las entidades a los préstamos ha sido significativa.

En cuanto a los vencimientos a más largo plazo, los tipos de interés aplicados por las IFM a los depósitos a largo plazo aumentaron en junio de 2010, mientras que la mayor parte de los aplicados a los préstamos a largo plazo concedidos a los hogares y a las sociedades no financieras experimentó un descenso (véase gráfico 18). Más concretamente, los tipos de interés aplicados a los préstamos a hogares para adquisición de vivienda con período inicial de fijación del tipo de más de cinco años y hasta diez años disminuyeron 6 puntos básicos, hasta el 4,1%, mientras que los tipos correspondientes a los préstamos para adquisición de vivienda con período inicial de fijación del tipo de más de diez años se redujeron 11 puntos básicos, hasta el 3,9%. Los tipos de interés medios aplicados a los préstamos por importe reducido concedidos a las sociedades no financieras con período inicial de fijación del tipo de más de un año y hasta cinco años, y aquellos con período inicial de fijación de más de cinco años cayeron ligeramente y se situaron en el 4,1% y el 3,8%, respectivamente. Los tipos medios aplicados a los préstamos por importes elevados experimentaron un incremento de 8 puntos básicos, hasta el 2,9%, para los préstamos con período inicial de fijación del tipo de más de un año y hasta cinco años, pero cayeron 8 puntos básicos, hasta el 3,3%, en el caso de préstamos con un período inicial de fijación de más de cinco años.

Desde una perspectiva de más largo plazo, desde septiembre de 2008, las entidades de crédito de la zona del euro han ajustado los tipos de interés aplicados a los préstamos a largo plazo a las sociedades no financieras de manera más o menos acorde con el descenso registrado en los rendimientos de la deuda pública a largo plazo. En cambio, los tipos de interés a largo plazo aplicados a los préstamos a los hogares no han caído en la misma medida en ese período, debido a una transmisión menos completa y más lenta en el caso de este sector, pero también de una mayor preocupación acerca del riesgo de crédito en algu-

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

(en porcentaje; tipos de interés de las nuevas operaciones)



Fuente: BCE.

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

nas partes de la zona del euro. En el segundo trimestre de 2010, los tipos de interés a largo plazo continuaron disminuyendo, tanto en el caso de los hogares como en el de las sociedades no financieras, aunque mucho menos que los rendimientos de la deuda pública a largo plazo con calificación AAA, que experimentaron una reducción considerable como consecuencia de la búsqueda de activos más seguros por parte de los inversores.

La evolución reciente del diferencial entre los tipos de interés de los préstamos y de los depósitos basado en los saldos vivos apunta a una mejora de la rentabilidad de las entidades de crédito de la zona del euro. Estos diferenciales han experimentado una recuperación con respecto a los registrados en los primeros meses de 2009, contribuyendo con ello al repunte de la rentabilidad de las entidades de crédito de la zona observado a partir del segundo semestre de 2009.

2.6 MERCADOS DE RENTA VARIABLE

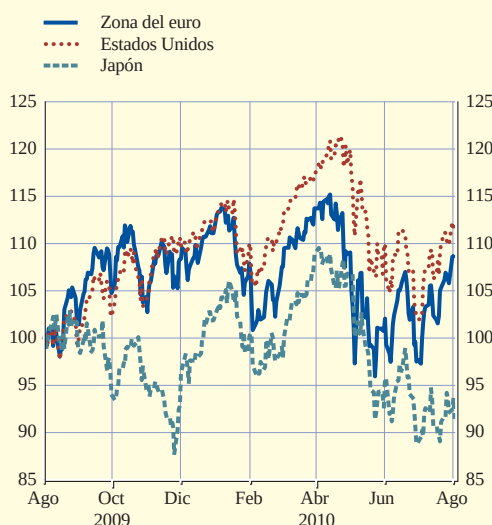
En el transcurso del mes de julio, la tolerancia al riesgo pareció recuperarse en los mercados internacionales de valores. La publicación de los resultados de las pruebas de resistencia de las entidades de crédito de la UE y de la información relativa a su exposición al riesgo de crédito soberano, la revisión de las propuestas de regulación financiera, la disminución de la preocupación de los mercados respecto a la situación de la deuda soberana en la zona del euro y la publicación de algunos resultados empresariales positivos para el segundo trimestre de 2010 impulsaron las ganancias bursátiles a ambos lados del Atlántico. La incertidumbre de los inversores acerca de la evolución de los mercados de renta variable, medida por la volatilidad implícita, disminuyó también en el período analizado.

En el transcurso del mes de julio, los principales índices bursátiles de la zona del euro y de Estados Unidos recuperaron algo de lo perdido desde comienzos de mayo. El 4 de agosto, el índice Dow Jones EURO STOXX había ganado cerca de un 9% con respecto a su nivel de finales de junio, registrándose la mayor tendencia al alza en el sector financiero y, especialmente, en el sector bancario. Durante el mismo período, el índice Standard & Poor's 500 subió también en torno a un 9% (véase gráfico 19). En Japón, las cotizaciones bursátiles, medidas por el índice Nikkei 225, solo ganaron un 1%, ya que se vieron afectadas negativamente por la publicación de algunos datos económicos desfavorables en julio.

La tolerancia al riesgo de los mercados pareció mejorar en julio, ante la publicación de los resultados de las pruebas de resistencia de las entidades de crédito de la zona del euro y la disminución de la inquietud de los mercados respecto a la situación de la deuda soberana en la zona. También influyó la publicación de ciertos datos ma-

Gráfico 19 Índices bursátiles

(índice: 1 de agosto de 2009 = 100; datos diarios)



Fuentes: Reuters y Thomson Financial Datastream.

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

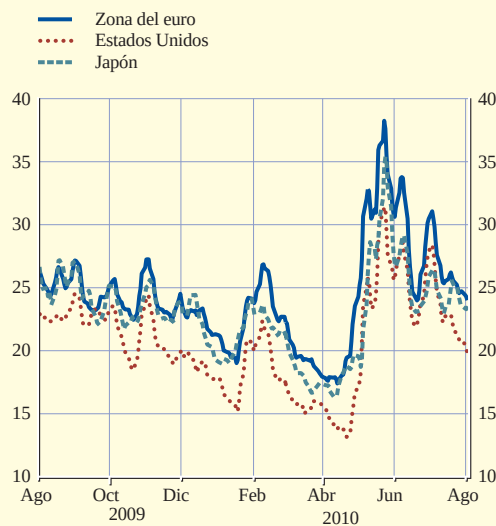
creoconómicos positivos para la economía de la zona del euro y de algunos resultados empresariales favorables para el segundo trimestre de 2010. Por ejemplo, la incertidumbre de los inversores respecto a la evolución a corto plazo de los precios de las acciones, medida por la volatilidad implícita obtenida de las opciones sobre los índices bursátiles, disminuyó y, aun siendo relativamente alta, se mantuvo muy por debajo de los máximos alcanzados durante las turbulencias financieras de mayo.

En julio, la subida de los precios de las acciones registrada en Estados Unidos fue consecuencia de la mejora de la tolerancia al riesgo en los mercados internacionales y de la publicación de algunos resultados empresariales positivos en el transcurso del mes. Sin embargo, la preocupación respecto a la sostenibilidad de la recuperación económica mundial y acerca de las perspectivas de beneficios empresariales en el segundo semestre del año, tras la confirmación de la desaceleración del crecimiento de la economía estadounidense en el segundo trimestre de 2010, contribuyó a limitar las ganancias. La subida de los precios de las acciones se produjo de forma generalizada en todos los sectores, con resultados similares en los sectores financiero y no financiero.

Los principales índices bursátiles de la zona del euro se recuperaron también de forma significativa en julio. Las acciones del sector financiero de la zona del euro y, especialmente, las del sector bancario se beneficiaron notablemente de la publicación de los resultados de las pruebas de resistencia de las entidades de crédito de la UE y de la información sobre su exposición al riesgo de crédito soberano en varios países (véanse, en el recuadro 4, los detalles de las pruebas de resistencia de las entidades de crédito y, en particular, los relativos a los déficits de recursos propios señalados). También se beneficiaron de las modificaciones de las propuestas de regulación financiera presentadas por el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea. En consecuencia, en julio la evolución de las acciones del sector financiero, con avances de dos dígitos en la mayor parte de los países, fue mejor que la del índice general, siendo el principal factor determinante de la fuerte subida de los índices generales.

Gráfico 20 Volatilidad implícita de los mercados de renta variable

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



Fuente: Bloomberg.

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

Recuadro 4

VALORACIÓN DEL DÉFICIT DE RECURSOS PROPIOS QUE HA PUESTO DE MANIFIESTO LA PRUEBA DE RESISTENCIA REALIZADA A NIVEL DE TODA LA UE

Recientemente, la Unión Europea ha realizado una prueba de resistencia en el ámbito de la UE en la que participaron 91 entidades de crédito. Los resultados de la prueba fueron publicados por el Comité de

Supervisores Bancarios Europeos (CEBS, en sus siglas en inglés) el 23 de julio, así como en una nota de prensa conjunta con el BCE y la Comisión Europea¹. En el ejercicio se fijó como nivel objetivo para valorar la magnitud de los déficits de recursos propios de las entidades participantes una ratio de recursos propios de primera categoría (*tier 1*) del 6%. Es importante aclarar que esta ratio del 6% no es un requerimiento mínimo de capital regulatorio. Según el escenario macroeconómico adverso utilizado en la prueba, siete entidades tendrían ratios de recursos propios *tier 1* por debajo de la referencia del 6%, 20 entidades ratios entre el 6% y el 7%, y 13 entidades entre el 7% y el 8%. Las 51 entidades de crédito restantes tendrían ratios de recursos propios más elevadas, lo que demuestra la capacidad de resistencia general del sistema bancario de la UE en un escenario adverso relativamente severo. El déficit agregado de recursos propios de las entidades que participaron en el ejercicio ascendería a 3,5 mm de euros, una cifra ligeramente inferior a la esperada por los participantes en el mercado. En este recuadro, el déficit de recursos propios estimado en la prueba realizada se valora teniendo en cuenta las medidas para reforzar el capital que ya se habían aplicado antes de realizar la misma.

Al valorar la magnitud del déficit de recursos propios que ha puesto de manifiesto la prueba de resistencia realizada a escala de toda la UE se ha de tener presente que este ejercicio se llevó a cabo en una fase bastante avanzada de la crisis financiera, después de que los Gobiernos de la UE proporcionaran apoyo a sus sistemas bancarios con considerables sumas de capital. Por ejemplo, al final de 2009, punto de partida del ejercicio, el sector bancario de la UE se había beneficiado de ayudas en forma de capital público por importe de 222 mm de euros (véase cuadro). Además, aunque en la prueba de resistencia se utilizaron como punto de partida los niveles de recursos propios del final de 2009, en la estimación de las cifras definitivas de los déficits de recursos propios se permitió que las entidades de crédito que participaron en el ejercicio incluyeran las inyecciones y las ampliaciones de capital llevadas a cabo entre el final de 2009 y el 1 de julio de 2010 como parte de su ratio de recursos propios *tier 1*. Para la UE en su conjunto, estos incrementos de capital ascendieron a 14,8 mm de euros. De este importe total, 11,3 mm de euros sirvieron para evitar que la ratio de recursos propios *tier 1* de las entidades cayera por debajo de la referencia del 6% (es decir, el capital inyectado superó en 3,5 mm de euros la cantidad necesaria para mantener el nivel objetivo del 6% de la ratio de recursos propios *tier 1*). Entre los ajustes de capital realizados se incluyeron: (i) inyecciones de capital por

1 La nota de prensa pueda consultarse en la dirección: http://www.ecb.int/press/pr/date/2010/html/pr100723_1.en.html.

Medidas de refuerzo del capital y déficits de recursos propios en la prueba de resistencia de la UE

(mm de euros)

	UE	Zona del euro	DE	ES	GR
A) Inyecciones de capital público antes del final de 2009	222	146	54	12	3
B) Medidas de refuerzo del capital adoptadas entre el final de 2009 y el 1 de julio de 2010	14,8	14,8 ¹⁾	0,0	13,1 ²⁾	0,0
C) de las cuales sirvieron para compensar el déficit de recursos propios estimado ³⁾	11,3	11,3	0,0	10,6	0,0
D) Déficit neto de recursos propios identificado en la prueba de resistencia	3,5	3,5	1,2	2,0	0,2
E) Déficit bruto de recursos propios (C+D)	14,9	14,9	1,2	12,6	0,2
F) Compromiso público restante	189	147	11	88	12 ⁴⁾

Fuentes: CEBS, FROB y cálculos del BCE.

1) Esta cifra incluye la suma de las medidas de refuerzo del capital adoptadas en España y el capital por importe de 1,7 mm de euros que el Bank of Ireland captó de inversores privados.

2) Esta cifra incluye (i) los 10,58 mm de euros inyectados por el FROB a entidades de crédito españolas, y (ii) los 2,48 mm de euros aportados por el Fondo de Garantía de Depósitos al capital de Caja Castilla-La Mancha.

3) Esta cifra incluye la proporción de medidas de capital que evitaron un déficit de recursos propios en las pruebas de resistencia, esto es, el porcentaje que sitúa en el 6% la ratio de recursos propios *tier 1*.

4) Este importe incluye (i) el resto del antiguo plan de recapitalización (1,8 mm de euros), y (ii) el nuevo Fondo de Estabilidad Financiera (10 mm de euros), que se está implementando actualmente.

Puede que haya discrepancias en partidas individuales, debido al redondeo.

parte del Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria (FROB) español en varias cajas de ahorros; (ii) la aportación de capital por parte del Fondo de Garantía de Depósitos español a Caja Castilla-La Mancha; y (iii) la ampliación de capital realizada por el Bank of Ireland².

El capital que se inyectó en algunos sistemas bancarios de la zona del euro entre el final de 2009 y el 1 de julio de 2010 permite reducir el déficit agregado de recursos propios que provocaría el escenario adverso utilizado en la prueba de resistencia realizada en el ámbito de la UE. Si se tienen en cuenta las medidas para reforzar el capital aplicadas durante este período, es posible calcular un «déficit bruto de recursos propios», es decir, el déficit que se habría registrado si a las entidades que participaron en el ejercicio no se les hubiese permitido incluir estas medidas adicionales en sus cálculos. En total, este déficit bruto de recursos propios habría ascendido a 14,9 mm de euros (que es el resultado de sumar los 11,3 mm de euros de medidas adicionales de refuerzo del capital que han contribuido a evitar un déficit y los 3,5 mm de euros en concepto de «déficit neto de recursos propios» que reveló la prueba de resistencia)³.

Todo déficit de recursos propios debe valorarse en relación con los recursos financieros disponibles. A este respecto, es importante tener presente que los compromisos adquiridos por los Gobiernos de la UE para apoyar a sus sectores bancarios proporcionan fondos abundantes para afrontar incluso déficits considerables de recursos propios. Concretamente, los Gobiernos de la UE han comprometido otros 189 mm de euros (de los que 147 mm de euros corresponden a Gobiernos de la zona del euro) que podrían inyectarse en las entidades en caso necesario. Por otra parte, en los tres países en los que algunas entidades «no superaron» la prueba de resistencia, el resto de las cantidades comprometidas son suficientes para cubrir los déficits que ha sacado a la luz el ejercicio. Por ejemplo, en Alemania, España y Grecia, el capital comprometido que queda tras restar la cantidad ya inyectada asciende a 11 mm de euros, 88 mm de euros y 2 mm de euros, respectivamente. Además, las entidades que se considera que no habían superado la prueba y las respectivas autoridades nacionales comunicaron rápidamente su intención de introducir nuevas medidas de recapitalización.

2 El Bank of Ireland captó 1,7 mm de euros de inversores privados, y también convirtió 1,7 mm de euros de las acciones preferentes que mantiene el Gobierno por importe de 3,5 mm de euros en acciones ordinarias. No obstante, esta conversión es neutral para el cálculo del déficit de recursos propios y, por consiguiente, no se incluye en este recuadro.

3 Las cifras utilizadas en el cálculo pueden discrepar, debido al redondeo.

En general, los resultados empresariales para el segundo trimestre de 2010 publicados en el período examinado contribuyeron también al aumento de los precios de las acciones. La tasa de crecimiento interanual de los beneficios efectivos de las empresas incluidas en el índice Dow Jones EURO STOXX volvió a mejorar en julio, registrando un incremento del 2%, el primer resultado positivo en los últimos 24 meses, frente a la tasa de crecimiento del -3% observada en junio. Además, también se mantuvieron buenas perspectivas de beneficios: en julio el crecimiento de los beneficios por acción esperados por los analistas en los próximos doce meses y a más largo plazo se situó el 23% y en torno al 12%, respectivamente.

Recuadro 5

Cuentas integradas de la zona del euro del primer trimestre de 2010¹

Las cuentas integradas de la zona del euro ofrecen información completa y homogénea sobre las rentas, los gastos y las decisiones de financiación y de cartera de los sectores institucionales de la zona del euro. Las cuentas integradas con datos hasta el primer trimestre de 2010, publicadas el 29 de julio de 2010, muestran señales adicionales de normalización, con un descenso de la tasa de ahorro de los hogares, una recuperación del apetito por el riesgo y un aumento del patrimonio neto. Al mismo tiempo, el sector de sociedades no financieras presentó un superávit financiero, en el que una mayor disponibilidad de fondos internos limitó la necesidad de financiación externa. Las pautas de desintermediación en favor de los instrumentos de mercado se mantuvieron en todos los sectores.

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

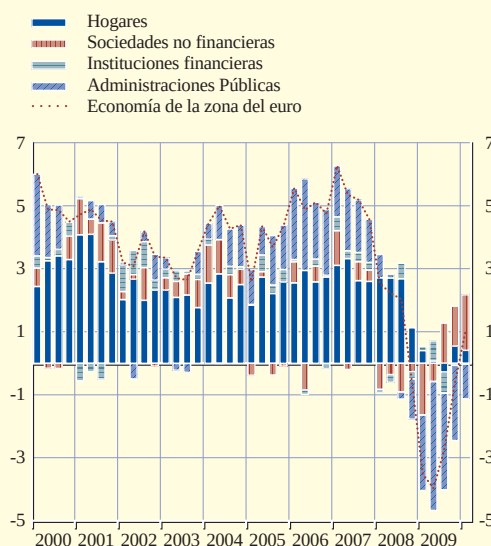
El repunte de la tasa de crecimiento de la renta nominal disponible de la zona del euro que se inició en el segundo trimestre de 2009 continuó en el primer trimestre de 2010 con una vuelta a un crecimiento interanual positivo del 1% (véase gráfico A), que benefició a las sociedades no financieras en el contexto de un aumento de los excedentes de explotación. Además, el descenso interanual de la renta disponible de las Administraciones Públicas se moderó, al recuperarse ligeramente la economía y aplicarse los planes de consolidación presupuestaria, sobre todo mediante incrementos de impuestos. Por el contrario, y en parte como reflejo de la mejora observada en la renta de las Administraciones Públicas, el crecimiento de la renta nominal de los hogares se redujo.

En este contexto, el ahorro bruto de la zona del euro siguió disminuyendo, como venía ocurriendo desde finales de 2007. No obstante, el ritmo de contracción interanual del ahorro se moderó de manera significativa (hasta una tasa de variación interanual del -1,7%), como consecuencia del aumento de los excedentes de explotación de las sociedades no financieras y de la ralentización de la contracción del ahorro público. Al mismo tiempo, la tasa de ahorro de los hogares cayó por tercer mes consecutivo hasta el 14,6% (en términos desestacionalizados).

La tasa de crecimiento interanual de la formación bruta de capital fijo continuó recuperándose, aunque con menos rapidez que la tasa de crecimiento del ahorro. Esta evolución contribuyó a una nueva mejora de la capacidad/necesidad de financiación de la zona del euro (hasta registrar un déficit del 0,6% del PIB, en términos acumu-

Gráfico A Renta bruta disponible de la zona del euro y contribuciones sectoriales

(tasas de variación interanual, contribuciones en puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat y BCE.

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

lados de los cuatro últimos trimestres). Desde un punto de vista sectorial, esta mejora es reflejo, fundamentalmente, del saldo financiero de las sociedades no financieras, que pasó a tener un superávit, compensando un ligero descenso del superávit de los hogares y un nuevo deterioro del déficit público (véase gráfico B).

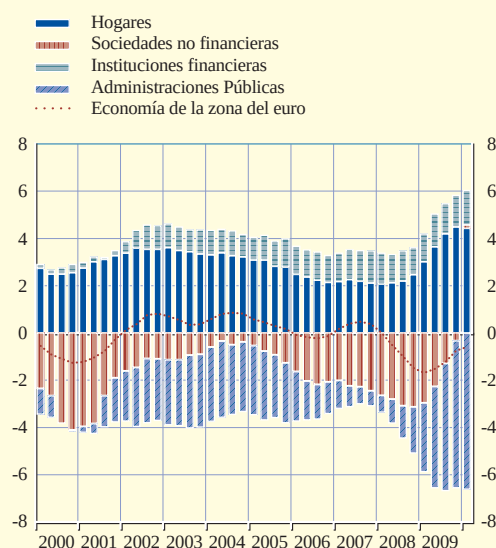
Las cuentas exteriores, donde se observa una mejora de la balanza por cuenta corriente y un descenso de la necesidad de financiación exterior (como resultado, principalmente, de la reducción de los flujos de entrada netos de valores distintos de acciones), son reflejo de esta evolución. Al mismo tiempo, la atonía registrada en las operaciones transfronterizas «brutas», que había caracterizado la evolución exterior desde finales del 2008, empezó a desaparecer, y puede observarse un desplazamiento hacia instrumentos de renta variable con más riesgo.

Evolución de los sectores institucionales

El crecimiento interanual de la renta bruta disponible nominal de los hogares cayó hasta el 0,6% (desde el 0,8% en el último trimestre de 2009) en un contexto de una menor contribución positiva de las prestaciones sociales netas de cotizaciones de las Administraciones Públicas y de un aumento de los impuestos tras la introducción de las primeras medidas de consolidación presupuestaria, mientras que todas las demás fuentes de renta mostraron un crecimiento débil, similar al observado en el trimestre anterior (véase gráfico C). La caída fue más acusada en términos reales como resultado del repunte de los precios de consumo, que provocó que la tasa de crecimiento interanual de la renta bruta disponible real se situara en valores negativos. El consumo de los hogares aumentó significativamente, registrando un crecimiento interanual del 1,6% (frente al -0,1% del trimestre anterior), a pesar del menor crecimiento de la renta, lo que indica una mejora de la confianza en el contexto de unas perspectivas de empleo ligeramente mejores y de un aumento de la riqueza financiera favorecido por la evolución del mercado de renta variable. Ello dio como resultado un nue-

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

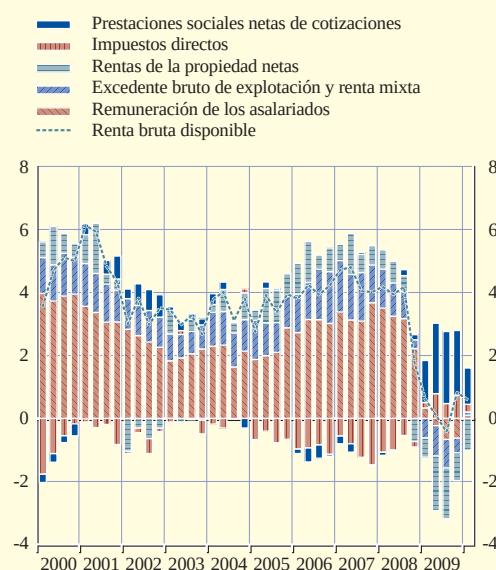
(en porcentaje del PIB; flujos acumulados de los cuatro últimos trimestres)



Fuentes: Eurostat y BCE.

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

(tasas de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales)



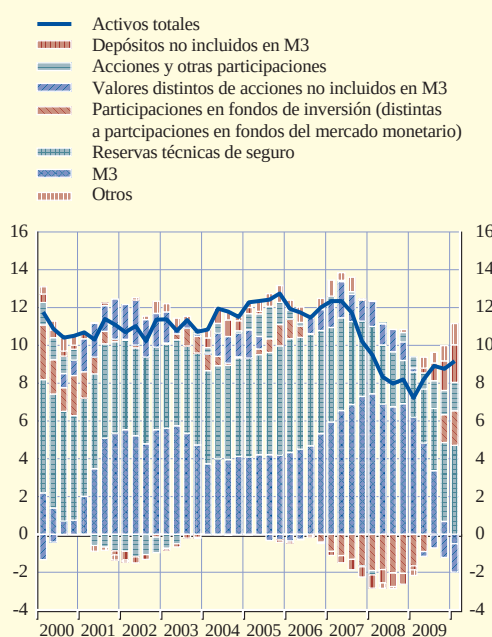
Fuente: Eurostat y BCE.

vo descenso de la tasa de ahorro. La formación bruta de capital de los hogares siguió disminuyendo sustancialmente, aunque de forma más moderada que en el trimestre anterior ($-7,4\%$ en tasa interanual, frente al $-11,9\%$ anterior), como consecuencia de la debilidad del mercado de la vivienda y de las presiones para el desapalancamiento. Este hecho se vio reflejado también en una concesión de préstamos todavía débil (una tasa de crecimiento interanual del $2,1\%$), que, sin embargo, aumentó en relación con el trimestre anterior. Como la inversión financiera se estabilizó en una tasa de crecimiento interanual del $3,3\%$, la capacidad de financiación se redujo ligeramente. Al mismo tiempo, los patrones observados en la asignación de carteras siguieron apuntando a un nuevo retroceso de la preferencia por la liquidez, a una búsqueda renovada de rendimientos y a un retorno del apetito por el riesgo. En concreto, las compras de acciones y otras participaciones, los fondos de inversión no monetarios y los pasivos en forma de seguros crecieron en detrimento de los depósitos de baja rentabilidad (véase gráfico D).

El excedente bruto de explotación de las sociedades no financieras repuntó sustancialmente en el primer trimestre, debido al vigor observado en las exportaciones de bienes y al continuo ahorro en los costes, y registró un crecimiento anual sin precedentes del $4,1\%$ (frente al $-3,5\%$ del trimestre anterior), que produjo un acusado incremento del ahorro, ya que los dividendos distribuidos siguieron siendo moderados (véase gráfico E). Al mismo tiempo, la contracción interanual de la formación de capital fijo de las sociedades no financieras siguió disminuyendo y, como el ritmo de reducción de las existencias se desaceleró de forma acusada, el descenso interanual de la formación de capital

Gráfico D Inversión financiera de los hogares

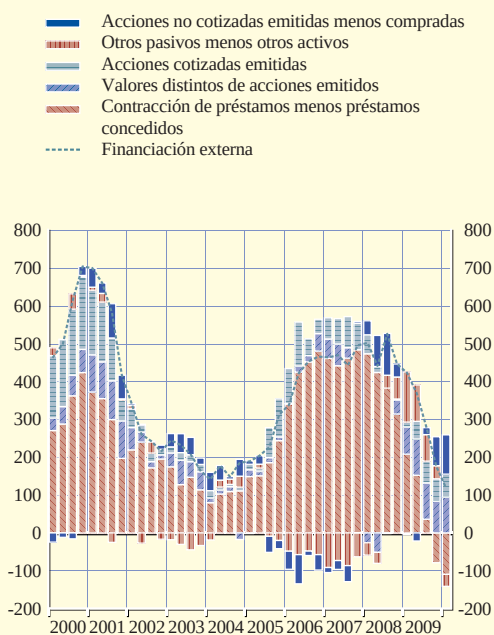
(flujos acumulados de los cuatro últimos trimestres; en porcentaje de la renta bruta disponible)



Fuente: Eurostat y BCE.

Gráfico E Financiación externa de las sociedades no financieras, por fuente de financiación

(flujos acumulados de los cuatro últimos trimestres; mm de euros)



Fuentes: Eurostat y BCE.

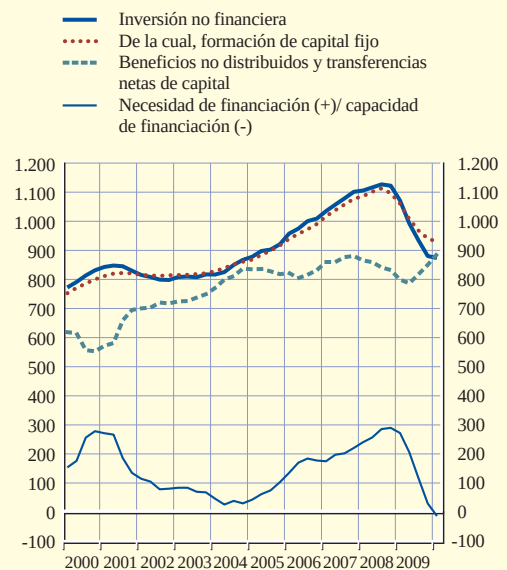
Nota: A efectos de presentación, se excluyen de la financiación algunas operaciones con activos, ya que se realizan principalmente dentro del sector (préstamos concedidos por las sociedades no financieras y acciones no cotizadas y otras cuentas pendientes de cobro/de pago).

se ralentizó marcadamente, pasando del -21% en el último trimestre de 2009 al -2,6% en el primer trimestre de 2010. No obstante, al ser el ahorro mayor que la inversión de capital, la habitual posición deudora neta de las sociedades no financieras se convirtió en posición acreedora en flujos acumulados de los cuatro últimos trimestres (véase gráfico F). La resultante acumulación de abundantes reservas de liquidez podría señalar un comportamiento de carácter precautorio, como consecuencia de las perspectivas aún inciertas sobre la actividad y la financiación bancaria, y de la reducción en curso de las vulnerabilidades existentes en los balances. Las ratios de apalancamiento de las empresas siguen situándose en niveles excepcionalmente elevados —la deuda en relación con el valor añadido bruto se estabilizó en el 165%, mientras que la deuda en relación con las acciones y otras participaciones (*stock* nocioal) se estabilizó en el 70%. En este contexto, la tasa de crecimiento interanual de la financiación concedida a las sociedades no financieras repuntó ligeramente, situándose en el 1,1%, frente al 0,8% del trimestre anterior, ya que la necesidad de financiación externa se vio limitada por la moderación de la inversión en términos reales y por el aumento de los fondos internos disponibles, que habitualmente precede a cualquier recurso a la financiación externa (el orden de preferencia o *pecking order* de las finanzas corporativas). Se siguen observando pronunciados efectos de sustitución, ya que la financiación en el mercado (valores distintos de acciones y acciones cotizadas) compensó con creces las amortizaciones netas de los préstamos concedidos por las IFM.

En el primer trimestre de 2010, el saldo presupuestario de las *Administraciones Públicas* de la zona del euro (necesidad de financiación) siguió deteriorándose, hasta situarse en el 6,6% del PIB (en flujos acumulados de los cuatro últimos trimestres), frente al 6,2% del último trimestre de 2009. Este deterioro, por noveno trimestre consecutivo desde que terminó 2007, se debió principalmente a que la inversión bruta de las *Administraciones Públicas* se mantuvo prácticamente estable (en el 2,7% del PIB) y a una contracción adicional del ahorro bruto (neto de transferencias de capital), que se situó en el -3,9% del PIB, frente al -3,4% registrado en el trimestre anterior. Sin embargo, el ahorro bruto mostró una disminución en su tasa de descenso —lo que indica que, posiblemente, se sitúe en el mínimo en el próximo trimestre—, a causa de la actuación de los estabilizadores automáticos en una economía que está recuperándose de forma moderada, mientras que el impacto de la mayoría de las medidas de estímulo fiscal adoptadas por los Gobiernos de la zona del euro también se redujo. Al mismo tiempo, esta evolución se vio sustentada por aumentos de impuestos en el contexto de la introducción de medidas de saneamiento presupuestario. La tasa de crecimiento interanual de la inversión financiera pública se contrajo rápidamente, hasta el -0,7%, el valor más bajo desde que se inició la crisis (en el segundo trimestre de 2009 se registró un máximo del 15,8%), dado que los Gobiernos empezaron a reducir las intervenciones dirigidas a estabilizar el sector financiero. Además, comenzó a disminuir la acumulación de efectivo registrada en los trimestres anteriores. Por lo tanto, la finan-

Gráfico F Ahorro, inversión de capital y necesidad de financiación de las sociedades no financieras

(flujos acumulados de los cuatro últimos trimestres; mm de euros)



Fuentes: Eurostat y BCE.

ciación mediante la contracción de préstamos y la emisión de deuda también descendió hasta el 7,8%, frente al 9,5% del último trimestre de 2009. Las emisiones de deuda pública, que aún eran elevadas, continuaron siendo absorbidas por las IFM y por los no residentes, y cada vez más por los inversores institucionales residentes.

La renta bruta de las instituciones financieras volvió a tener un crecimiento positivo moderado, debido a la mejora de los intereses netos recibidos (relacionados, en parte, con las estrategias de *carry-trade* de la deuda pública y con la inclinación de la curva de rendimientos). La contribución del excedente de explotación neto al crecimiento de la renta se redujo (hasta el 2,8%, frente al 7,3% del último trimestre de 2009), a causa de la moderación de los diferenciales bancarios y de la debilidad del tradicional negocio de concesión de préstamos. Además, las instituciones financieras se han beneficiado de sustanciales revalorizaciones en los últimos trimestres (véase gráfico G), que alcanzaron un máximo histórico en términos de flujos acumulados de cuatro trimestres cercano a los 1.900 mm de euros, en un contexto de descenso de los tipos de interés a largo plazo y de recuperación de los mercados de valores desde el mínimo registrado en el primer trimestre de 2009. La tasa de crecimiento interanual de la inversión financiera (neta de depósitos interbancarios) se incrementó hasta el 2,7%, frente al 2,2% del último trimestre de 2009. Los depósitos de IFM con no residentes constituían la variable que contribuyó en mayor medida a esa evolución (a pesar de que seguía mostrando un flujo acumulado de cuatro trimestres negativo), mientras que la tasa de crecimiento de las adquisiciones de valores distintos de acciones por parte de las IFM siguieron descendiendo. Al mismo tiempo, las tenencias de este tipo de valores en poder de inversores institucionales (principalmente tenencias de deuda pública) siguieron aumentando, en particular por parte de las empresas de seguros y fondos de pensiones, cuyas adquisiciones a lo largo del trimestre alcanzaron un volumen sin precedentes de 77 mm de euros (frente a las adquisiciones de 75 mm de euros por parte de las IFM). La ratio de acciones y otras participaciones en relación con los activos financieros se estabilizó en el 8,8%, pues la expansión observada en el balance del sector se vio compensada por los incrementos del valor de las acciones y otras participaciones.

Mercados financieros

La considerable expansión de las operaciones financieras netas en valores distintos de acciones que caracterizó la evolución de hace un año continuó moderándose, aunque las grandes emisiones realizadas por las sociedades no financieras siguieron sustituyendo a los préstamos bancarios, como había ocurrido desde finales de 2008. La posición compradora neta de los otros intermediarios finan-

Gráfico G Pérdidas y ganancias en los activos de las instituciones financieras

(flujos intertrimestrales; mm de euros)



Fuente: Eurostat y cálculos del BCE.

Nota: Este gráfico presenta los otros flujos económicos, que se refieren, principalmente, a las ganancias y las pérdidas de capital (realizadas o no realizadas) en los activos que se valoran a precio de mercado en las cuentas integradas de la zona del euro (acciones cotizadas, acciones no cotizadas, participaciones en fondos de inversión y valores distintos de acciones). Para las demás clases de activos (sobre todo préstamos), que se valoran por el valor nominal, se presentan los cambios en los balances debidos a variaciones del tipo de cambio y a la eliminación de los activos dañados de los balances del acreedor y del deudor una vez que el acreedor constata que los flujos de efectivo correspondientes a dichos activos no se pueden cobrar.

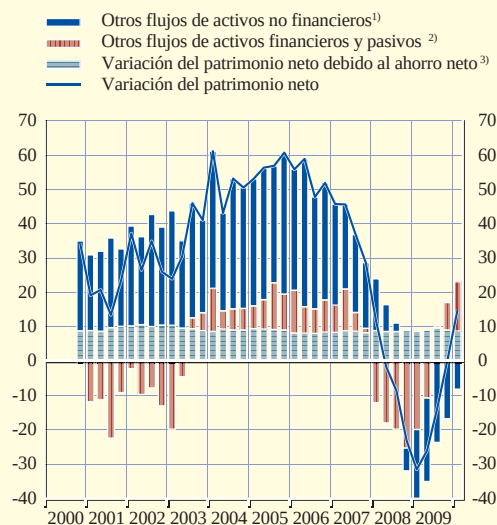
cieros refleja considerables adquisiciones de participaciones en fondos de inversión, mientras que las emisiones llevadas a cabo por los fondos de titulización (sobre todo en el contexto de las titulizaciones retenidas) descendieron. En el mismo sentido, las empresas de seguro y los fondos de pensiones incrementaron sus compras, mientras que los hogares se convirtieron en importantes vendedores. Las emisiones realizadas por las IFM continuaron siendo limitadas y estas instituciones aumentaron ligeramente sus tenencias de valores distintos de acciones. El resto del mundo siguió siendo un importante comprador neto, aunque a menor escala que en el trimestre anterior, como consecuencia de la mejora de la capacidad de financiación de la zona del euro. Al mismo tiempo, las emisiones de acciones cotizadas por parte de las sociedades no financieras continuaron siendo intensas, en el contexto de una tendencia general a la desintermediación en detrimento de la financiación bancaria. Las sociedades no financieras fueron vendedoras netas de acciones, y los fondos de inversión, importantes compradores. En el mercado de fondos de inversión, la emisión de participaciones en fondos de inversión distintos de los fondos del mercado monetario mantuvo la fuerte aceleración registrada en los trimestres anteriores, como consecuencia de la preferencia de los hogares por activos de más riesgo y a más largo plazo en lugar de por activos monetarios. En el mercado de préstamos, la reducción actual de los préstamos concedidos por las IFM a las sociedades no financieras estuvo acompañada de un aumento moderado de los préstamos a los hogares.

Evolución de los balances

En el primer trimestre de 2010, la tasa de variación interanual del patrimonio neto de los hogares siguió siendo positiva (después de dos años de descenso), debido a la recuperación de los mercados de valores (gráfico H). El incremento de los precios de mercado reforzó el balance de las entidades de crédito, cuyas posiciones en acciones y en valores distintos de acciones son considerables (véase gráfico G).

Gráfico H Variación del patrimonio neto de los hogares

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



Fuentes: Eurostat y BCE.

Notas: El BCE ha estimado los datos sobre los activos no financieros.

1) Principalmente pérdidas y ganancias en las tenencias de activos inmobiliarios y de suelo.

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

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

3 PRECIOS Y COSTES

Según el avance de Eurostat, la inflación interanual medida por el IAPC se elevó al 1,7% en julio de 2010, frente al 1,4% de junio, como resultado, muy probablemente, de efectos de base al alza de los componentes de energía y alimentos. En los próximos meses, se espera que las tasas de inflación interanual medidas por el IAPC sigan mostrando cierta volatilidad en torno a los niveles actuales. De cara al futuro, en 2011 las tasas de inflación deberían mantenerse, en general, en una senda moderada, ante las reducidas presiones inflacionistas internas. Los riesgos para las perspectivas de evolución de los precios están, en general, equilibrados.

3.1 PRECIOS DE CONSUMO

Según el avance de Eurostat, la tasa de inflación interanual medida por el IAPC de la zona del euro se elevó al 1,7% en julio de 2010, desde el 1,4% de junio (véase cuadro 4). Aunque no se han publicado todavía las estimaciones oficiales del detalle del IAPC de julio, parece que este aumento estuvo relacionado, en gran medida, con efectos de base al alza de los componentes de energía y alimentos.

En junio, el último mes para el que se dispone del detalle oficial del IAPC, la tasa de variación interanual del IAPC general disminuyó ligeramente, en 0,2 puntos porcentuales, en relación con el mes de mayo. Este descenso fue consecuencia, principalmente, de la fuerte caída de la tasa de variación interanual del componente energético, que se situó en el 6,2% en junio, frente al 9,2% del mes anterior, reflejo de un efecto de base negativo y, en parte, de la tasa de variación intermensual negativa de los precios de los productos derivados del petróleo¹.

La tasa de variación interanual de los precios de todos los alimentos (incluidos el alcohol y el tabaco) siguió mostrando una tendencia al alza, situándose en junio en el 0,9%, es decir, 0,2 puntos porcentuales por encima del nivel de mayo. Los precios de los alimentos no elaborados se elevaron en junio, como resultado, básicamente, de la evolución de los precios de las frutas y hortalizas. La tasa de variación

1 Para más detalles sobre la relación entre los precios del petróleo y la inflación, véase el artículo titulado «Precios del petróleo: factores determinantes e impacto sobre la inflación y la macroeconomía en la zona del euro», en el presente Boletín Mensual.

Cuadro 4 Evolución de los precios

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

	2008	2009	2010 Feb	2010 Mar	2010 Abr	2010 May	2010 Jun	2010 Jul
IAPC y sus componentes								
Índice general ¹⁾	3,3	0,3	0,9	1,4	1,5	1,6	1,4	1,7
Energía	10,3	-8,1	3,3	7,2	9,1	9,2	6,2	,
Alimentos no elaborados	3,5	0,2	-1,2	-0,1	0,7	0,4	0,9	,
Alimentos elaborados	6,1	1,1	0,6	0,5	0,6	0,9	0,9	,
Bienes industriales	0,8	0,6	0,1	0,1	0,2	0,3	0,4	,
Bienes no energéticos								
Servicios	2,6	2,0	1,3	1,6	1,2	1,3	1,3	,
Otros indicadores de precios								
Precios industriales	6,1	-5,1	-0,4	0,9	2,8	3,1	3,0	,
Precios del petróleo (euro/barril)	65,9	44,6	54,5	59,1	64,0	61,6	62,2	58,9
Precios de las materias primas no energéticas	2,0	-18,5	25,4	34,5	51,9	52,1	50,5	56,0

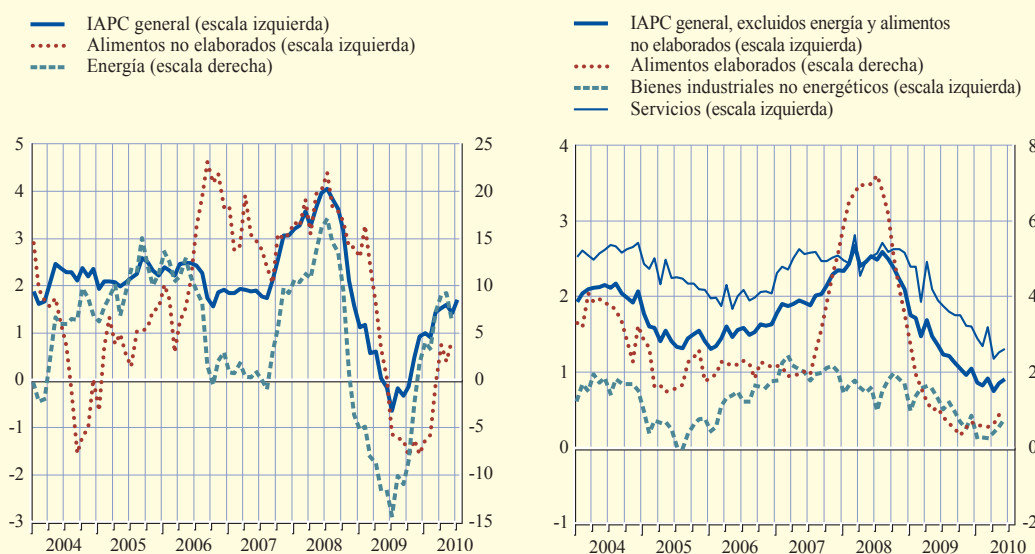
Fuentes: Eurostat, BCE y cálculos del BCE basados en datos de Thomson Financial Datastream.

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

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

Gráfico 21 Desagregación del IAPC por principales componentes

(tasas de variación interanual; datos mensuales)



Fuente: Eurostat.

interanual de los precios de los alimentos no elaborados se situó en el 0,9% en junio, frente al 0,4% del mes anterior, mientras que la de los precios de los alimentos elaborados se mantuvo sin cambios en el 0,9%. Dentro de los precios de los alimentos elaborados, los subcomponentes con la mayor ponderación (pan y cereales; leche, queso y huevos; azúcar; agua mineral y zumos de fruta) siguieron registrando tasas de variación interanual negativas en junio. Por el contrario, en el mismo mes la tasa de variación interanual de los precios del tabaco continuó subiendo de forma acusada, un 5,4%, como consecuencia, fundamentalmente, del aumento de los impuestos especiales y de otros impuestos indirectos.

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 situó en el 0,9% en junio, 0,1 puntos porcentuales por encima del nivel de mayo, como resultado, principalmente, de un ligero incremento de los precios de los bienes industriales no energéticos, mientras que los precios de los servicios permanecieron estables. La tasa de variación interanual de los precios de los bienes industriales no energéticos se elevó en junio, hasta el 0,4%, desde el 0,3% de mayo, como consecuencia, en buena parte, de la evolución de los precios de las prendas de vestir, del calzado y de la joyería, en este último caso debido al repunte del precio del oro y de otros metales preciosos. Pese a este reciente aumento, cerca de una cuarta parte de las partidas de los bienes industriales no energéticos siguió registrando tasas de variación interanual negativas en junio, lo que constituye una proporción más alta que la media observada desde 1999. La tasa de variación interanual de los precios de los servicios no experimentó cambios en junio, manteniéndose en el 1,3%, y sus principales subcomponentes tampoco registraron variaciones significativas. En lo que respecta a los precios de los servicios, en el recuadro 6 se describe la medida en que el componente de alquileres del IAPC se ha visto afectado por la evolución de los precios de la vivienda en la zona del euro.

Recuadro 6

PRECIOS DE LA VIVIENDA EN LA ZONA DEL EURO Y COMPONENTE DE ALQUILERES DEL IAPC

Al igual que en muchas otras economías, en la zona del euro el gasto en la adquisición de una casa o un apartamento no está directamente incorporado en los índices de precios de consumo, mientras que el gasto en alquileres sí lo está en general. Dada la relación teórica a largo plazo existente entre la evolución de los precios de la vivienda y la de los alquileres, las variaciones de los precios de los inmuebles residenciales podrían tener un impacto indirecto sobre la inflación en los precios de consumo a través de las variaciones de los alquileres. En este contexto, es posible que la fuerte caída de los precios de la vivienda observada recientemente en algunos países de la zona del euro haya ejercido ciertas presiones a la baja sobre los alquileres, lo que, a su vez, puede haber tenido un impacto sobre el IAPC general de la zona del euro a través de su componente de alquileres. En este recuadro se analiza el alcance de este impacto para la zona del euro. En primer lugar, se describe la relación entre la evolución de los precios de la vivienda y la de los alquileres desde una perspectiva teórica. En segundo lugar, se presenta un análisis empírico de la correlación entre los precios de la vivienda en la zona del euro y el componente de alquileres del IAPC, poniendo de relieve algunas de las limitaciones de las implicaciones teóricas. Por último, se evalúa el impacto sobre el IAPC general de la zona del euro, comparándolo con los resultados del índice de precios de consumo (IPC) de Estados Unidos.

Correlación entre los precios de la vivienda y los alquileres desde una perspectiva teórica

La vivienda puede considerarse desde una perspectiva de inversión, es decir, como un activo no financiero, o desde una perspectiva de consumo, es decir, como una morada objeto de consumo por parte del propietario o del inquilino. Ambas perspectivas suponen la existencia de una relación a largo plazo entre los precios de la vivienda y los alquileres, aunque con mecanismos de ajuste potencialmente diferentes a corto plazo. Si se consideran los inmuebles residenciales como activos, se pueden considerar los alquileres como una aproximación del correspondiente dividendo. Por ejemplo, ello implicaría que, en igualdad de condiciones, un mayor valor actual descontado de los dividendos futuros se traduciría en un precio más elevado del activo subyacente. Sin embargo, si se considera la vivienda como un servicio objeto de consumo por parte del propietario o del inquilino, suponiendo que la propiedad y el alquiler puedan sustituirse mutuamente, la existencia de desajustes transitorios de los precios, como la sobrevaloración de los precios de adquisición de los inmuebles residenciales, llevaría a sustituir la compra por el alquiler. Ello tendría el efecto contrario sobre las variaciones de los precios de la vivienda y las de los alquileres, lo que resultaría, en una situación de mercado perfecto, en un equilibrio a largo plazo del mercado de la vivienda. Sin embargo, en la práctica, los factores determinantes de los precios de la vivienda y de los alquileres, así como su correlación, están sujetos a varias limitaciones, que se analizan a continuación en relación con la evidencia empírica disponible para la zona del euro.

Evidencia empírica relativa a la zona del euro

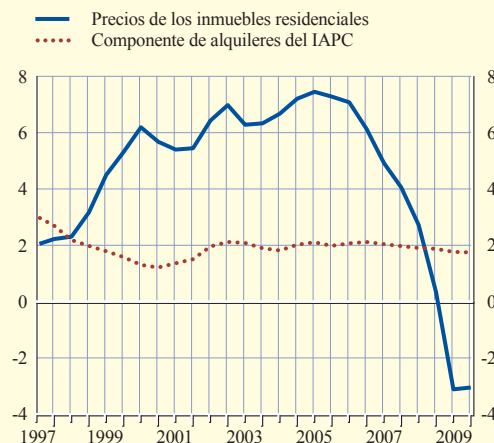
El análisis empírico de la correlación entre los precios de la vivienda y los alquileres en la zona del euro se basa en el indicador de precios de los inmuebles residenciales de la zona, elaborado por el BCE¹, y el componente de alquileres del IAPC de la zona del euro. Las tasas de variación interanual de estas

1 El indicador de precios de los inmuebles residenciales de la zona del euro elaborado por el BCE es una media ponderada semestral de los indicadores nacionales. La serie comienza en 1996 y la última observación disponible corresponde al segundo semestre de 2009.

series se presentan en el gráfico A². Tras mostrar una tendencia al alza durante un largo período de tiempo, la tasa de variación interanual de los precios de los inmuebles residenciales de la zona del euro empezó a experimentar una desaceleración en torno a 2005, para acabar registrando valores negativos en 2009³. Por el contrario, los alquileres registraron un crecimiento mucho menos volátil durante el mismo período. En general, las variaciones de los precios de los inmuebles residenciales de la zona del euro han sido más pronunciadas que las del componente de alquileres del IAPC. Entre 1997 y 1999, las tasas de crecimiento de las dos series se movieron en direcciones opuestas. A partir del año 2000, las variaciones observadas en el crecimiento del componente de alquileres del IAPC parecen haber reflejado las variaciones registradas en el crecimiento de los precios de los inmuebles residenciales, aunque con un importante retraso y una amplitud mucho menor.

Gráfico A Precios de los inmuebles residenciales en la zona del euro y componente de alquileres del IAPC

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat y BCE.

Las mencionadas diferencias en la evolución de los precios de los inmuebles residenciales y la de los alquileres pueden explicarse por distintos factores, entre los cuales cabe señalar la regulación de los alquileres, las medidas de política fiscal relativas a la vivienda, los cambios estructurales económicos, las condiciones de financiación y algunas cuestiones estadísticas. En la zona del euro existen varias formas de regular los alquileres, como la indiciación (con diversos índices de precios), topes de aumento de los alquileres, prolongados contratos con distintas cláusulas de ajuste y de protección de los alquileres. El componente de alquileres del IAPC incluye también los alquileres de las viviendas sociales, que representan un porcentaje significativo del mercado de alquiler en algunos países de la zona del euro. En consecuencia, puede esperarse que solo una parte de los pagos de alquileres incluidos en el IAPC, normalmente los que se refieren a nuevos contratos de alquiler para viviendas que no sean sociales, podrían responder directamente a las fuerzas del mercado, en general, y a variaciones de los precios de los inmuebles residenciales, en particular⁴. Ello explica, en buena medida, el retraso y la moderación de la respuesta del índice general de alquileres.

La relación entre los precios de la vivienda y los alquileres puede debilitarse también como consecuencia de restricciones de la oferta y de limitaciones en la posibilidad de sustituir la compra por el alquiler y viceversa, debido, por ejemplo, a restricciones de crédito, al tamaño del mercado del alquiler, a diferencias en las características de las viviendas en propiedad o en alquiler y a elevados costes de transacción. Si se considera la vivienda como un activo, podría producirse una brecha entre los alquileres y los precios de los inmuebles residenciales, como resultado de otros factores que afecten al coste de uso de la vivienda, entre los que pueden citarse los intereses hipotecarios, varias formas de impuestos sobre la propiedad y de ayuda a la vivienda, además de las expectativas respecto a la

2 Los datos semestrales del componente de alquileres del IAPC de la zona del euro son una media de las observaciones mensuales.

3 Para más detalles, véase el recuadro titulado «Evolución reciente del mercado de la vivienda de la zona del euro», en el Boletín Mensual de mayo de 2010.

4 Véase también el informe sobre cuestiones estructurales, «Structural Issues Report», titulado «Structural factors in the EU housing markets», BCE, 2003.

evolución futura de los precios de la vivienda⁵. En vista de la reciente expansión y recesión de los mercados de la vivienda en Estados Unidos y algunos países de la zona del euro, este último factor podría haber contribuido de forma significativa a disociar los precios de la vivienda y los alquileres en la primera parte de la pasada década.

Algunos de estos factores pueden explicar también la divergencia entre las tasas de variación interanual de los alquileres y de los precios de la vivienda observada en varios países de la zona del euro a finales de los años noventa. El panel izquierdo del gráfico B muestra que, en distintos países de la zona, la inflación en los alquileres bajó entre 1997 y 1999, mientras que se aceleró el crecimiento de los precios de la vivienda. El inicio de la UEM durante ese período originó importantes cambios estructurales. En primer lugar, en varios países la inflación en los precios de consumo disminuyó, lo que pudo tener una incidencia a la baja sobre la inflación en los alquileres a través del mecanismo de indiciación. El panel derecho del gráfico B muestra que en distintos países la desaceleración del crecimiento de la inflación en el componente de alquileres del IAPC reflejó la del IAPC general, aunque fue más acusada⁶. En segundo lugar, la caída de los tipos de interés nominales y reales hizo que fuera más económico para los hogares comprar en vez de alquilar una propiedad, lo que provocó, probablemente, un efecto de sustitución con implicaciones al alza para los precios de la vivienda y a la baja para los alquileres⁷.

Además, es importante darse cuenta de que la limitada correlación observada entre los precios de la vivienda y el componente de alquileres del IAPC de la zona del euro podría reflejar también algunas cuestiones estadísticas. Por lo que respecta a los precios de la vivienda, los datos utilizados en este recuadro han sido recogidos por los BCN de la zona del euro⁸ y no están armonizados en términos de

5 Para más información, véanse el artículo titulado «Análisis de la evolución de los precios de la vivienda en la zona del euro», en el Boletín Mensual de febrero de 2006 y «Housing finance in the euro area», *Occasional Paper Series*, n.º 101, BCE, marzo de 2009. Véase también Hiebert, P. y Sydow, M., «What drives returns to euro area housing? Evidence from a dynamic dividend-discount model», *Working Paper Series*, n.º 1019, BCE, 2009.

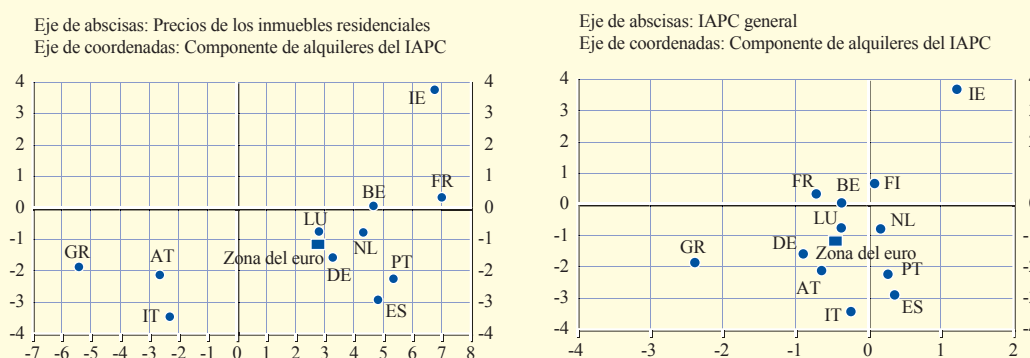
6 El gráfico B ha de interpretarse con cierta cautela, ya que representa las variaciones simultáneas de una serie con respecto a la otra, mientras que cabe esperar que las variaciones de los alquileres reaccionen a variaciones del IAPC general y de los precios de la vivienda con algún retraso.

7 Para más información, véase el informe «Structural Issues Report» mencionado anteriormente.

8 Las oficinas de estadística de la UE están trabajando en un enfoque estadístico armonizado para la elaboración de los índices de precios de los inmuebles residenciales. Sin embargo, hasta el momento solo un número reducido de países ha publicado los resultados de este proyecto.

Gráfico B Variaciones de los precios de los inmuebles residenciales, de los alquileres y del IAPC general de la zona del euro entre 1997 y 1999

(puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat y BCE.

Nota: Las variaciones se refieren a la tasa de variación interanual registrada en 1999 menos la observada en 1997 (o 1998, si no se dispone de datos anteriores).

propiedades estadísticas. Un análisis de la transmisión de las variaciones de los precios de la vivienda a las de los alquileres podría verse afectado, en particular, por diferencias en la cobertura de los tipos de vivienda en los distintos índices. Por otro lado, este análisis podría verse afectado también por la manera en que las variaciones de precios individuales se combinan para formar un índice agregado y por el modo en que se realizan los ajustes por variaciones de composición de las características de las viviendas cuyos precios se observan a lo largo del tiempo. Por ejemplo, los índices de precios de viviendas de segunda mano miden un fenómeno diferente respecto a los índices de precios de viviendas nuevas. La transmisión de las variaciones de los precios de las viviendas de segunda mano y de las viviendas nuevas al componente de alquileres del IAPC puede mostrar una dinámica muy distinta en términos de magnitud, canal y tiempo de la transmisión. En la zona del euro, mientras que los indicadores de varios países incluyen tanto las viviendas nuevas como las de segunda mano, cerca de una tercera parte de la cobertura del indicador de precios de los inmuebles residenciales de la zona del euro está relacionada con indicadores nacionales que solo reflejan variaciones de los precios de las viviendas de segunda mano.

En cuanto al componente de alquileres del IAPC, aunque se presta más a comparaciones entre países, algunas cuestiones estadísticas pueden dificultar todavía el análisis de la transmisión. En particular, es importante que los índices de alquileres reflejen con precisión el equilibrio entre los contratos de alquiler de las viviendas nuevas y los de las viviendas de segunda mano y que abarquen los alquileres sociales y los de mercado abierto. Tal y como se indicaba anteriormente, los precios de contratos existentes pueden tender a ser más rígidos que los de contratos nuevos y a estar sometidos más frecuentemente a regulación. En algunos países de la zona del euro, la cobertura de los nuevos contratos de alquiler, especialmente los de viviendas de nueva construcción, es limitada.

Otra cuestión es la contribución relativa de la evolución nacional de los precios, por un lado, al indicador de precios de los inmuebles residenciales de la zona del euro y, por otro, al componente de alquileres del IAPC. El indicador de precios de los inmuebles residenciales de la zona del euro agrega las variaciones de los precios nacionales de la vivienda, en porcentaje del PIB, mientras que las estimaciones del componente de alquileres del IAPC de la zona del euro refleja el tamaño relativo de los mercados de alquiler de cada país.

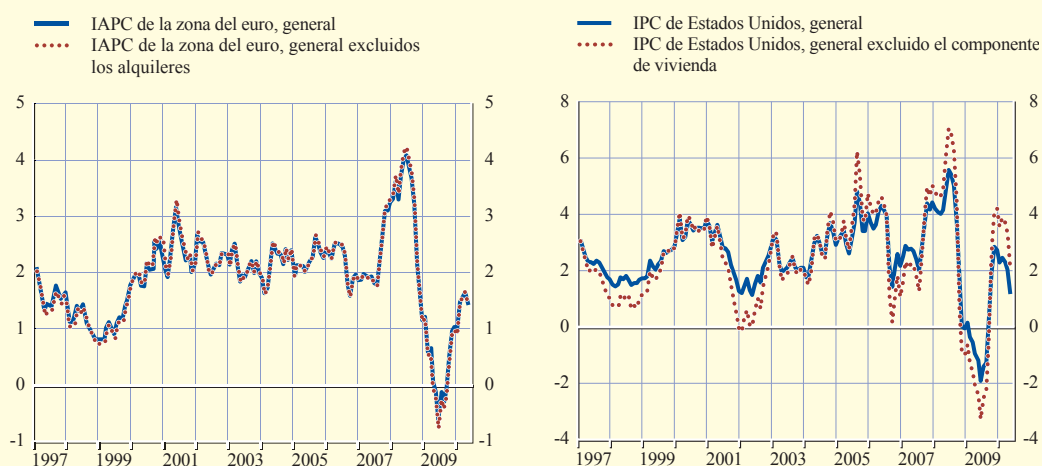
Impacto sobre los índices generales de precios de consumo de la zona del euro y Estados Unidos

Para evaluar el impacto de la inflación en los alquileres sobre el IAPC general, en el panel izquierdo del gráfico C se compara la tasa de variación interanual del IAPC general de la zona del euro con la del índice general excluidos los alquileres, mientras que en el panel derecho se compara la tasa de variación interanual del IPC general de Estados Unidos con la del IPC general excluido el componente de vivienda. Aunque las diferencias entre las dos series son poco significativas en la zona del euro, lo son más en Estados Unidos. En particular, más recientemente, el IPC general de Estados Unidos excluido el componente de vivienda ha registrado tasas de crecimiento más elevadas que el IPC general. En este contexto, cabe destacar que el IPC de Estados Unidos y el IAPC de la zona del euro difieren en términos de cobertura de los costes de la vivienda. El IPC de Estados Unidos incluye los costes de la vivienda en propiedad en forma de pagos imputados de alquileres, mientras que el IAPC de la zona del euro no incluye estos costes⁹. Los alquileres equivalentes para los propietarios

⁹ Por lo que se refiere al tratamiento de la viviendas en propiedad en el IAPC, véase también el recuadro 2 del artículo titulado «El índice armonizado de precios de consumo: concepto, propiedades y experiencia acumulada», en el Boletín Mensual de julio de 2005. El componente de vivienda del IPC de Estados Unidos incluye también el alojamiento fuera de la vivienda y los seguros de inquilinos y propietarios, aunque el peso de estas partidas es relativamente pequeño.

Gráfico C IAPC de la zona del euro e IPC de Estados Unidos, general y general excluidos los alquileres

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat, BCE y Thomson Financial Datastream.

constituyen cerca del 24% del coste de la vida en el IPC de Estados Unidos. Por el contrario, los alquileres reales representan alrededor del 6% de la cesta del IPC de Estados Unidos y del IAPC de la zona del euro.

En conclusión, mientras que, en teoría, cabe esperar que se produzca a largo plazo una correlación entre la evolución de los precios de la vivienda y la de los alquileres, varios factores institucionales y económicos afectarán probablemente a la dinámica de esta relación. En la zona del euro, la respuesta del componente de alquileres del IAPC a la evolución de los precios de los inmuebles residenciales es moderada. En consecuencia, las pronunciadas variaciones observadas recientemente en los precios de la vivienda han tenido, en general, un escaso impacto sobre el IAPC de la zona del euro a través del canal de los «alquileres». En cambio, en Estados Unidos la caída de las tasas de crecimiento de los alquileres ha contribuido considerablemente a rebajar la inflación en los últimos meses.

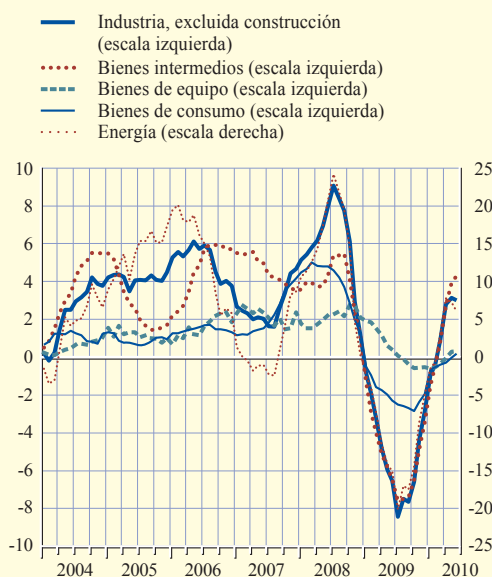
3.2 PRECIOS INDUSTRIALES

En junio, la tasa de variación interanual de los precios industriales, excluida la construcción, se mantuvo, en general, estable, en el 3%, frente al 3,1% de mayo (véase gráfico 22). Este ligero descenso fue debido a la disminución de la tasa de variación interanual de los precios de la energía, como resultado de un efecto de base, mientras que los precios industriales, excluidas la energía y la construcción, se elevaron, como consecuencia de la evolución de los precios de los bienes intermedios y de los bienes de consumo.

Los indicadores de las encuestas de julio señalaron también la persistencia de ciertas presiones al alza sobre los precios, aunque en menor medida que en junio. Por lo que se refiere al índice de directores de compras, el índice de precios de los bienes intermedios en el sector manufacturero descendió por segundo mes consecutivo en julio, como resultado, en parte, de la evolución reciente de los precios de las materias primas, aunque se mantiene muy por encima del umbral de 50 que indica un aumento de los precios (véase gráfico 23). El índice de precios cobrados en el sector manufacturero solo disminuyó ligeramente en julio. En el sector servicios, el índice de precios de los bienes intermedios y el de precios de venta ape-

Gráfico 22 Desagregación de los precios industriales

(tasas de variación interanual; datos mensuales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Gráfico 23 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.

nas experimentaron cambios en el mismo mes. El índice de precios de venta permanece todavía por debajo de 50, señal de descenso de los precios en ese sector. En general, los indicadores de las encuestas continúan sugiriendo que las empresas de la zona del euro están teniendo dificultades en trasladar el incremento de los precios de los bienes intermedios a los consumidores.

3.3 INDICADORES DE COSTES LABORALES

No se dispone de muchos datos nuevos sobre los indicadores de costes laborales desde el anterior Boletín Mensual. En el primer trimestre de 2010, la brecha entre las tasas de crecimiento interanual de distintos

Cuadro 5 Indicadores de costes laborales

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

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

Fuentes: Eurostat, datos nacionales y cálculos del BCE.

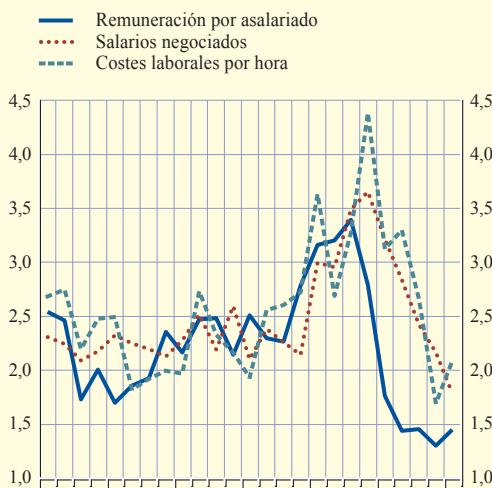
indicadores de costes laborales siguió estrechándose (véanse gráfico 24 y cuadro 5). El panorama general confirma la moderación de los costes laborales a comienzos de 2010.

La tasa de crecimiento interanual de los salarios negociados de la zona del euro disminuyó al 1,8% en el primer trimestre de 2010, desde el 2,2% del último trimestre de 2009. Este descenso se produjo de forma generalizada en todos los países y confirma que el crecimiento de los salarios negociados de la zona del euro mantiene la trayectoria descendente que viene mostrando desde comienzos de 2009. La información disponible sugiere que el crecimiento relativamente moderado de los salarios negociados observado en el primer trimestre de 2010 se mantuvo en el segundo trimestre, en línea con la debilidad de los mercados de trabajo.

En el primer trimestre de 2010, la tasa de crecimiento interanual de los costes laborales por hora de la zona del euro se elevó ligeramente, hasta el 2,1%, desde el 1,7% del cuarto trimestre de 2009. Este ascenso puede considerarse como una normalización tras el fuerte descenso registrado en el cuarto trimestre de 2009, en el que la citada tasa experimentó una caída de 0,9 puntos porcentuales. Incluso después de la ligera aceleración observada en el primer trimestre, la tasa de crecimiento interanual de los costes laborales por hora permanece en un nivel próximo a los mínimos históricos alcanzados en 2005, y refleja, principalmente, la evolución del sector industrial, en el que la tasa de crecimiento interanual aumentó al 1,8%, situándose 1,2 puntos porcentuales por encima del nivel registrado en el trimestre precedente (véase gráfico 25).

Gráfico 24 Indicadores de costes laborales

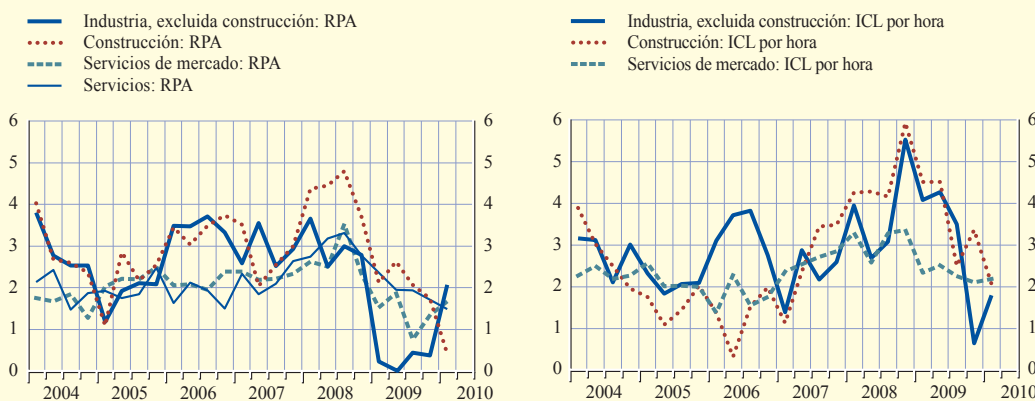
(tasas de variación interanual; datos trimestrales)



Fuentes: Eurostat, datos nacionales y cálculos del BCE.

Gráfico 25 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.

La tasa de crecimiento interanual de la remuneración por asalariado se elevó ligeramente, al 1,5%, en el primer trimestre de 2010, desde el 1,3% del cuarto trimestre de 2009. El desglose por sectores muestra un marcado aumento en el sector industrial y un fuerte descenso en el de la construcción. El hecho de que la tasa de crecimiento interanual de los salarios negociados haya sido mayor que la de la remuneración por asalariado en el primer trimestre del año señala la existencia de una deriva salarial todavía negativa en la zona del euro.

La relativa estabilidad de la tasa de crecimiento interanual de la remuneración por asalariado, unida a una sustancial mejora de la productividad del trabajo, ambas medidas por persona ocupada, originó una nueva importante desaceleración del crecimiento de los costes laborales unitarios. En el primer trimestre de 2010, la tasa de crecimiento interanual de los costes laborales unitarios fue negativa (-0,5%), en comparación con el aumento del 1,3% registrado en el trimestre anterior, lo que supuso una acusada reducción en relación con el máximo de casi el 6% alcanzado en el primer trimestre de 2009.

3.4 PERSPECTIVAS DE INFLACIÓN

En los próximos meses, se espera que las tasas de inflación interanual medidas por el IAPC sigan mostrando cierta volatilidad en torno a los niveles actuales. De cara al futuro, en 2011 las tasas de inflación deberían mantenerse, en general, en una senda moderada, ante las reducidas presiones inflacionistas internas.

La última encuesta del BCE a expertos en previsión económica muestra que las expectativas de inflación de los encuestados para los años 2010, 2011 y 2012 no han cambiado en relación con la encuesta anterior (véase recuadro 7).

Los riesgos para las perspectivas de evolución de los precios están, en general, equilibrados. Los riesgos alcistas a medio plazo están relacionados, en particular, con la evolución de los precios de las materias primas. Además, los impuestos indirectos y los precios administrados podrían registrar aumentos superiores a los esperados actualmente, debido a la necesidad de sanear las finanzas públicas en los próximos años. Al mismo tiempo, los riesgos relacionados con la evolución de los precios y costes internos son moderados.

Recuadro 7

RESULTADOS DE LA ENCUESTA DEL BCE A EXPERTOS EN PREVISIÓN ECONÓMICA CORRESPONDIENTE AL TERCER TRIMESTRE DE 2010

Este recuadro presenta los resultados correspondientes al tercer trimestre de 2010 de la encuesta a expertos en previsión económica (EPE) realizada entre el 14 y el 19 de julio de 2010 respecto de la cual se recibieron 55 respuestas. En esta encuesta se recogen las expectativas de expertos de instituciones financieras y no financieras radicadas en la Unión Europea respecto a la inflación, el crecimiento del PIB y el desempleo de la zona del euro¹.

¹ Dada la diversidad de los encuestados, los resultados agregados de la EPE pueden reflejar un conjunto relativamente heterogéneo de opiniones y supuestos subjetivos.

Expectativas de inflación para los años 2010, 2011 y 2012

En comparación con la encuesta anterior, los encuestados no han modificado sus expectativas de inflación, que sitúan en el 1,4% para 2010, el 1,5% para 2011 y el 1,7% para 2012 (véase cuadro)².

Las expectativas de inflación de la EPE para 2010 y 2011 se sitúan dentro de los intervalos de las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro en junio de 2010 y son muy similares a las previsiones de julio de 2010 de Consensus Economics y del Barómetro de la Zona del Euro para 2010 y 2011 y ligeramente superiores a las correspondientes a 2012³.

El cuestionario de la EPE solicita también que se asigne una probabilidad a que los resultados futuros se sitúen dentro de un intervalo específico. En comparación con la encuesta anterior, la distribución de probabilidad agregada para 2010 se concentra más en el intervalo comprendido entre el 1% y el 1,9%, al que los encuestados asignan una probabilidad del 81%. Dentro de este intervalo, se asigna una probabilidad casi igual a los tramos 1%-1,4% y 1,5%-1,9%. Los encuestados asignan una probabilidad del 11% a una inflación inferior al 1% y una probabilidad del 8% a una inflación superior al 1,9%. La distribución de probabilidad para 2011 se mantiene en general estable en comparación con la EPE anterior, con un ligero aumento de la probabilidad de que la inflación se sitúe entre el 1% y el 1,9% (véase gráfico A). Las distribuciones de probabilidad individuales muestran que los encuestados consideran que los riesgos para estas previsiones apuntan a la baja en todos los horizontes temporales, especialmente para 2012. Ello se refleja en el hecho de que la mayoría de encuestados facilitan

² Puede obtenerse información adicional en la dirección del BCE en Internet www.ecb.europa.eu/stats/prices/indic/forecast/html/index.en.html.

³ Las previsiones de Consensus Economics para 2012 se publicaron en abril de 2010.

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

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

Inflación medida por el IAPC	Horizonte de la encuesta					
	2010	Junio 2011	2011	Junio 2012	2012	A largo plazo ²⁾
EPE III 2010	1,4	1,4	1,5	1,7	1,7	2,0
EPE anterior (II 2010)	1,4	-	1,5	-	1,7	1,9
Proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema	1,4-1,6	-	1,0-2,2	-	-	-
Consensus Economics (julio 2010)	1,5	-	1,5	-	1,5	2,0
Barómetro de la Zona del Euro (julio 2010)	1,4	-	1,5	-	1,6	1,9
Crecimiento del PIB real	2010	I 2011	2011	I 2012	2012	A largo plazo ²⁾
	2010	2011	2011	2012	2012	A largo plazo ²⁾
EPE III 2010	1,1	1,4	1,4	1,4	1,6	1,8
EPE anterior (II 2010)	1,1	-	1,5	-	-	1,8
Proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema	0,7-1,3	-	0,2-2,2	-	-	-
Consensus Economics (julio 2010)	1,1	-	1,4	-	1,6	1,8
Barómetro de la Zona del Euro (julio 2010)	1,1	-	1,3	-	1,6	2,0
Tasa de desempleo ¹⁾	2010	Mayo 2011	2011	Mayo 2012	2012	A largo plazo ²⁾
	2010	2011	2011	2012	2012	A largo plazo ²⁾
EPE III 2010	10,1	10,2	10,2	9,9	9,8	8,4
EPE anterior (II 2010)	10,3	-	10,3	-	-	8,5
Consensus Economics (julio 2010)	10,1	-	10,2	-	-	-
Barómetro de la Zona del Euro (julio 2010)	10,2	-	10,2	-	10,0	8,8

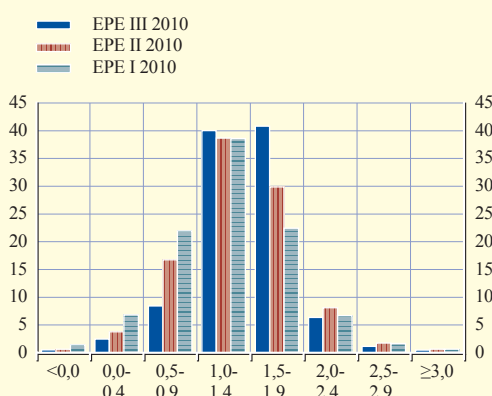
1) En porcentaje de la población activa.

2) Las expectativas de inflación a largo plazo del Barómetro de la Zona del Euro se refieren a 2014, las de la EPE para el tercer trimestre de 2010 y las de Consensus Economics se refieren a 2015. Las expectativas para 2012 y las expectativas a largo plazo de Consensus Economics son las publicadas en abril de 2010.

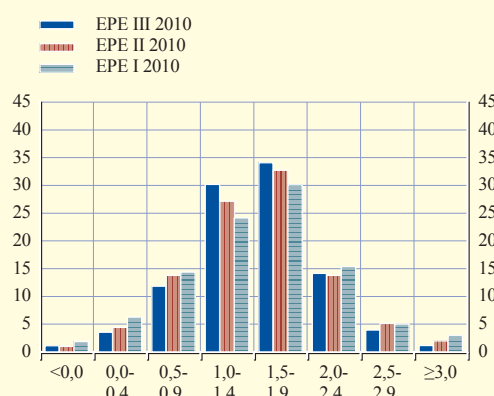
Gráfico A Distribución de probabilidad para la inflación media anual en 2010 y 2011 en las últimas encuestas EPE¹⁾

(probabilidad en porcentaje)

a) 2010



b) 2011



Fuente: BCE.

1) Corresponde a la media de las distribuciones de probabilidad individuales asignadas por los expertos en previsión económica.

una estimación superior a la previsión media de su distribución de probabilidad, lo que significa que asignan una mayor probabilidad a que los resultados se sitúen por debajo de esta previsión a que se sitúen por encima de la misma. Como principal riesgo bajista para las perspectivas de inflación, la mayor parte de los encuestados indica el reducido crecimiento salarial, consecuencia de la elevada tasa de desempleo. Muchos encuestados señalan los siguientes factores como principales riesgos alcistas para el escenario de referencia: i) elevación de los precios de importación, debido a la depreciación del euro; ii) subida de los precios de las materias primas y del petróleo; y iii) aumento de los impuestos indirectos y de los precios administrados, como resultado de los planes de consolidación fiscal.

Indicadores de expectativas de inflación a largo plazo

Las expectativas de inflación a largo plazo (para 2015) se han revisado ligeramente al alza, en promedio hasta el 2%, frente al 1,9% (para 2014) de la EPE anterior. La mediana de las estimaciones, que se ve menos afectada por los valores extremos que la estimación media, se mantiene en el 1,9%. La previsión media está en línea con las previsiones de inflación a largo plazo de abril de 2010 de Consensus Economics (2%) para 2015 y por encima de las de julio de 2010 del Barómetro de la Zona del Euro (1,9%) para 2014.

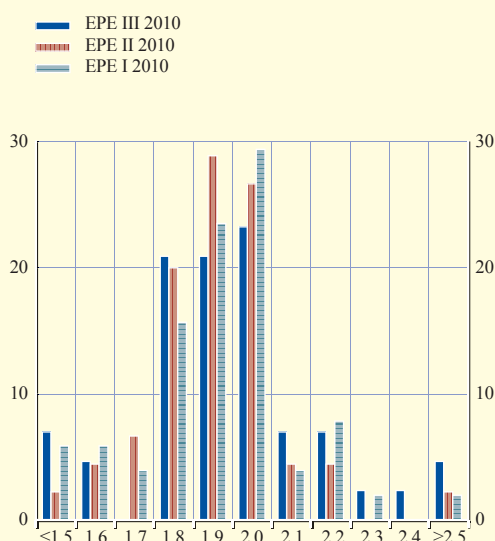
La ligera tendencia al alza de las expectativas de inflación a largo plazo coincide con el mayor desacuerdo que muestran los encuestados respecto a estas expectativas, medidas por la desviación típica de sus previsiones. Con todo, la mayoría de encuestados sitúan las expectativas de inflación a largo plazo entre el 1,8% y el 2% (véase gráfico B).

Al mismo tiempo, la incertidumbre agregada respecto a estas expectativas de inflación, medida por la desviación típica de la distribución de probabilidad agregada, se mantiene en un nivel similar al de la encuesta anterior⁴. Por último, la probabilidad de que la inflación a largo plazo se sitúe en un

4 Para más información sobre los indicadores de incertidumbre, véase el recuadro titulado «Cómo medir las percepciones de la incertidumbre macroeconómica», en el Boletín Mensual de enero de 2010.

Gráfico B Distribución de corte transversal de las expectativas de inflación a largo plazo (2015) de los participantes en la EPE

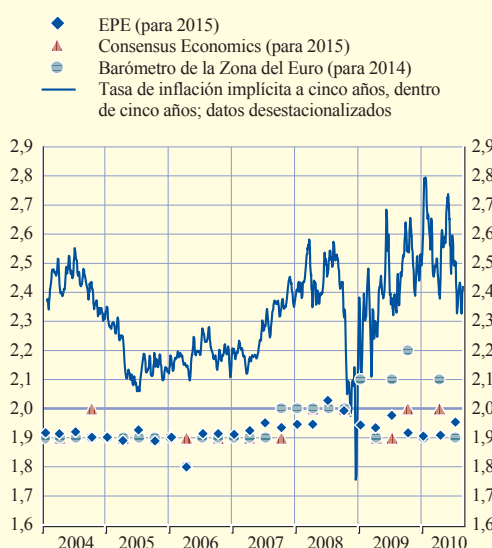
(porcentaje de encuestados)



Fuente: BCE.

Gráfico C Expectativas de inflación a largo plazo de las encuestas y tasas de inflación implícitas

(tasas medias de variación interanual; medias móviles de cinco días de datos diarios)



Fuentes: Consensus Economics, Barómetro de la Zona del Euro, Reuters y cálculos del BCE.

nivel igual o superior al 2% se mantiene prácticamente estable en el 44%, frente al 43% de la encuesta anterior.

Los indicadores de expectativas de inflación basados en los mercados financieros se han mantenido prácticamente estables. Sin embargo, se han situado, en general, por encima de las previsiones de la EPE, ya que incorporan no solo el nivel esperado de inflación sino también una prima adicional para compensar a los inversores en renta fija por los riesgos de inflación. También han sido más volátiles que los indicadores basados en las encuestas, debido a la volatilidad de la citada prima de riesgo de inflación y también a la fluctuante situación de liquidez que han venido experimentando los mercados de renta fija desde mediados de 2008 (véase gráfico C)⁵. Por lo tanto, habrá de considerarse con cierta cautela la volatilidad que han mostrado estos indicadores, evitando interpretarla automáticamente como reflejo de revisiones de las expectativas de inflación a largo plazo de los participantes en el mercado⁶.

Expectativas de crecimiento del PIB real

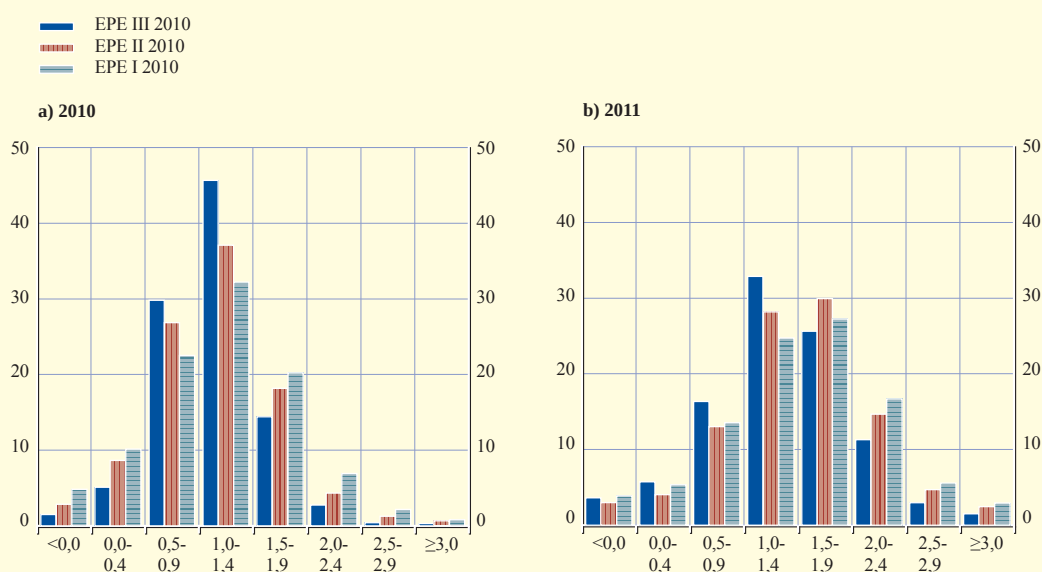
En promedio, las expectativas de los encuestados respecto al crecimiento del PIB real no han variado, manteniéndose en el 1,1% para 2010, pero se han revisado ligeramente a la baja, hasta el 1,4%, para 2011, desde el 1,5% de la encuesta anterior. En 2012, los encuestados esperan que el PIB real de la zona del euro registre un crecimiento del 1,6%.

⁵ Véase también el artículo titulado «Indicadores de expectativas de inflación de la zona del euro», en el Boletín Mensual de julio de 2006.

⁶ Para un análisis más detallado del impacto de la actual crisis financiera sobre los indicadores de expectativas de inflación basados en los mercados, véase el recuadro titulado «Incrementos recientes de los rendimientos reales y sus consecuencias para el análisis de las expectativas de inflación», en el Boletín Mensual de noviembre de 2008. La evolución reciente de los indicadores de expectativas de inflación de los mercados financieros se describe en la sección 2.4 del presente Boletín Mensual.

Gráfico D Distribución de probabilidad para el crecimiento medio anual del PIB real en 2010 y 2011 en las últimas encuestas EPE¹⁾

(probabilidad en porcentaje)



Fuente: BCE.

1) Corresponde a la media de las distribuciones de probabilidad individuales asignadas por los expertos en previsión económica.

Las expectativas de crecimiento para 2010 y 2011 se sitúan en los intervalos de las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro en junio de 2010 y están generalmente en línea con las últimas previsiones de Consensus Economics y del Barómetro de la Zona del Euro para 2010 y 2011.

La distribución de probabilidad agregada para 2010 se concentra más en el intervalo comprendido entre el 1% y el 1,4% que en la encuesta anterior, ya que los encuestados asignan una probabilidad del 46% a este intervalo. Por lo que se refiere a 2011, el intervalo al que se asigna una mayor probabilidad (33%) es el comprendido entre el 1% y el 1,4% (véase gráfico D).

El nivel de incertidumbre respecto a las previsiones de crecimiento del PIB real a un año y a dos años no ha variado en relación con la encuesta anterior. Los encuestados consideran que los riesgos para la previsión media de crecimiento del PIB real apuntan a la baja en todos los horizontes temporales, especialmente para 2012. Entre estos riesgos, varios encuestados incluyen la adopción de planes de consolidación fiscal, el debilitamiento del consumo privado y de la inversión pública, y el aumento de las tensiones financieras, en particular, el endurecimiento de los criterios de aprobación del crédito. También consideran que el principal riesgo alcista para el crecimiento del PIB real es el efecto positivo de la depreciación del euro.

Las expectativas de crecimiento a largo plazo (para 2015) se mantienen en el 1,8%, sin cambios con respecto a la encuesta anterior, en línea con las previsiones de abril de Consensus Economics (1,8% para 2015) y por debajo de las de julio del Barómetro de la Zona del Euro (2% para 2014). Las distribuciones de probabilidad individuales muestran que los encuestados consideran que los riesgos para estas previsiones apuntan claramente a la baja.

Expectativas para la tasa de desempleo en la zona del euro

Los encuestados han revisado a la baja sus expectativas respecto a la tasa de desempleo en 0,2 puntos porcentuales para 2010 y en 0,1 puntos porcentuales para 2011, hasta el 10,1% y el 10,2% respectivamente. Las relativas a 2012 se sitúan ahora en el 9,8%. Los encuestados consideran que los riesgos para las expectativas a corto y medio plazo apuntan al alza. Las expectativas a más largo plazo respecto a la tasa de desempleo (para 2015) se han revisado ligeramente a la baja, en 0,1 puntos porcentuales, hasta el 8,4%, pero los riesgos para las perspectivas a largo plazo apuntan nuevamente al alza.

Otras variables y supuestos condicionantes

Según otros datos facilitados por los encuestados, estos esperan en general que i) los precios del petróleo suban desde 77 dólares por barril en el tercer trimestre de 2010 hasta cerca de 87 dólares por barril en 2012; ii) el crecimiento salarial se sitúe en el 1,4% en 2010 y aumente al 1,5% en 2011, al 1,9% en 2012 y al 2,4% en 2014; iii) el euro se deprecie frente al dólar, para situarse, en promedio, en 1,23 dólares en 2011 y 1,26 dólares en 2012; iv) el tipo de interés oficial del BCE se mantenga estable en torno al 1% hasta el primer trimestre de 2011 y se eleve, hasta situarse, en promedio, alrededor del 2,1% en 2012.

4 PRODUCTO, DEMANDA Y MERCADO DE TRABAJO

La actividad económica en la zona del euro ha venido registrando una expansión desde mediados de 2009. Los datos económicos recientes y la información procedente de las encuestas de opinión apuntan a un fortalecimiento de la actividad en el segundo trimestre de 2010, y los datos disponibles para el tercer trimestre son mejores de lo esperado. De cara al futuro, se prevé que el PIB real de la zona del euro crezca a lo largo del tiempo a un ritmo moderado, y todavía desigual, en todas las economías y sectores de la zona. El crecimiento actual a escala mundial, y su efecto sobre la demanda de exportaciones de la zona del euro, junto con la orientación acomodaticia de la política monetaria y las medidas adoptadas para restablecer el funcionamiento del sistema financiero, deberían seguir sosteniendo la economía de la zona del euro. Al mismo tiempo, se prevé que el proceso de ajuste de los balances y las perspectivas del mercado de trabajo frenen el ritmo de la recuperación. Los riesgos para las perspectivas económicas siguen estando prácticamente equilibrados, en un entorno marcado por la incertidumbre.

4.1 PIB REAL Y COMPONENTES DE LA DEMANDA

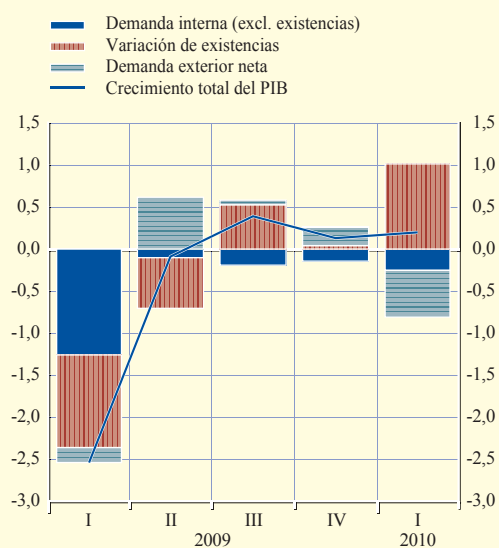
El PIB real de la zona del euro se elevó un 0,2% en el primer trimestre de 2010, de acuerdo con la segunda estimación de Eurostat, en comparación con el aumento del 0,1% observado en el trimestre anterior (véase gráfico 26). Los indicadores disponibles apuntan a un fortalecimiento de la recuperación en el segundo trimestre.

En el primer trimestre de 2010, la contribución positiva de las existencias al crecimiento del PIB real, cifrada en 1 punto porcentual, se vio compensada con creces por las aportaciones negativas de otros componentes de la demanda interna y de la demanda exterior neta.

En lo que se refiere a los componentes de la demanda interna, el consumo privado disminuyó ligeramente en el primer trimestre de 2010, después de haber registrado un alza moderada en el cuarto trimestre de 2009. Los indicadores disponibles sugieren que el gasto en consumo mantuvo su debilidad en el segundo trimestre de 2010. La tasa de crecimiento intertrimestral de las ventas del comercio al por menor se redujo un 0,2% en el mismo trimestre (véase gráfico 27). Si se incluyen las matriculaciones de automóviles, la reducción —del 0,9%— fue aún más acusada, debido a la caída observada en las matriculaciones, al desaparecer el impacto de los planes de sustitución de vehículos. En conjunto, los últimos indicadores de consumo apuntan a una contención del consumo privado en el segundo trimestre. Por lo que respecta al tercer trimestre del año, solo se dispone de información muy limitada. Las encuestas relativas al consumo proporcionan señales divergentes. El indicador de confianza de los consumidores de la Comisión Europea se incrementó en julio, alcanzando un nivel que no se había observado desde mayo de 2008. Los indicadores de opinión sobre las ventas del comercio al por menor también aumentaron en julio. Mientras tanto, el indicador de compras de bienes duraderos correspondiente a la misma encuesta, cuya correlación con el crecimiento del consumo es mucho más fuerte que la de la confianza de los consumidores, se redujo ese mismo mes.

Gráfico 26 Crecimiento del PIB real y contribuciones

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



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

La formación bruta de capital fijo cayó un 1,2%, en tasa intertrimestral, en el primer trimestre de 2010, tras haber experimentado un descenso similar en el trimestre anterior. Esta caída estuvo determinada, en gran medida, por el componente de construcción, que se redujo de manera más pronunciada que en el trimestre anterior, debido en parte a los efectos de las adversas condiciones meteorológicas. La inversión, excluida la construcción, también se redujo, aunque un ritmo mucho más lento.

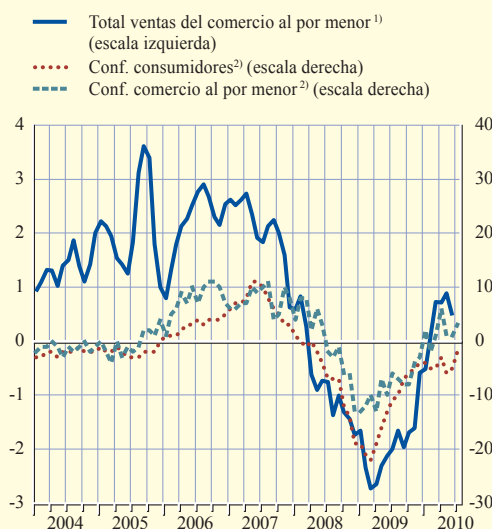
Los indicadores disponibles sugieren que es probable que la inversión en la zona del euro haya aumentado más allá del primer trimestre. La producción de la construcción se contrajo en mayo, y, sin embargo, en abril y mayo se mantuvo, en promedio, un 1,1% por encima del nivel registrado en el primer trimestre de 2010, en que disminuyó un 4,1%. Los efectos de las condiciones meteorológicas inusualmente adversas que se observaron en el primer trimestre parecen haber revertido en el segundo. La producción industrial de bienes de equipo, un indicador de la inversión futura, excluida la construcción, se elevó de nuevo en abril y en mayo. La confianza industrial siguió ofreciendo señales positivas en julio. Además, según las encuestas de la Comisión Europea, la utilización de la capacidad productiva aumentó en julio, con respecto a abril. Los límites a la producción atribuibles a la demanda insuficiente siguió reduciéndose notablemente durante ese periodo, mientras que los límites por el lado de la oferta derivados de la falta de equipo o de espacio y de la escasez de mano de obra se han incrementado ligeramente. En conjunto, es probable que la inversión sea relativamente intensa en el segundo trimestre, como resultado de la reversión de los efectos de las adversas condiciones meteorológicas observadas en el primer trimestre. Fuera de eso, se espera que, en general, siga siendo bastante moderada.

Por lo que respecta a la evolución del comercio, tanto las importaciones como las exportaciones crecieron de forma acusada en el primer trimestre de 2010. Al ser el aumento de las importaciones ligeramente mayor, la contribución de la demanda exterior neta al crecimiento del PIB fue negativa. Las elevadas tasas de crecimiento del comercio pueden considerarse una corrección de la grave contracción registrada en 2008 y en el primer semestre de 2009¹. Los datos y las encuestas recientes indican que el comercio de la zona del euro ha seguido registrando un fuerte crecimiento más allá del primer trimestre de 2010, aunque a un ritmo algo más lento.

Las existencias realizaron una contribución positiva sustancial al crecimiento del PIB en el primer trimestre de 2010. De cara al futuro, las encuestas y la evidencia anecdótica indican que la reposición de existencias debería ralentizarse. Sin embargo, sigue habiendo un nivel elevado de incertidumbre en re-

Gráfico 27 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.
Nota: A partir de mayo de 2010, los datos de las encuestas de opinión de la Comisión Europea hacen referencia a la clasificación NACE Rev. 2.

1) Tasas de variación interanual; medias móviles de tres meses; datos ajustados por días laborables. Excluido el combustible.
2) Saldos netos; datos desestacionalizados ajustados a la media.

¹ Véase también en el artículo titulado «Evolución reciente del comercio mundial y de la zona del euro», en el presente Boletín Mensual.

lación con la contribución al crecimiento del PIB en el segundo trimestre, ya que depende de la rapidez con la que se recupere la demanda y de la medida en la que las empresas revisen sus expectativas relativas a la actividad económica. Además, existe cierta incertidumbre de carácter estadístico en torno a la manera en que se estiman las existencias.

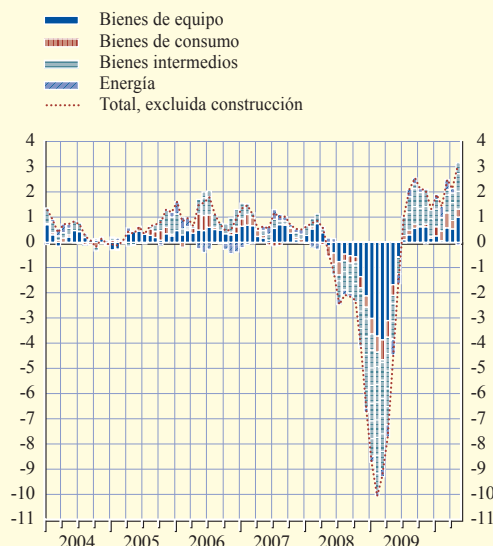
4.2 PRODUCTO, OFERTA Y MERCADO DE TRABAJO

El valor añadido real aumentó un 0,5%, en tasa intertrimestral, en el primer trimestre de 2010, tras haber crecido un 0,1% en el cuarto trimestre de 2009. Este aumento refleja un crecimiento mayor en la industria (excluida la construcción) y, en menor medida, en los servicios. Sin embargo, continuó el descenso en la producción de la construcción en el primer trimestre de 2010.

Es lo que se refiere a la evolución en el segundo trimestre 2010, la producción industrial (excluida la construcción) mejoró en abril y en mayo (véase gráfico 28), por lo que, en estos dos meses, se situó en un promedio de 2,5% por encima del nivel registrado en el primer trimestre de 2010, tras haber experimentado un aumento intertrimestral de la misma magnitud en el primer trimestre. Los nuevos pedidos industriales (excluido el material de transporte pesado) también se incrementaron en abril y en mayo, lo que sitúa el nivel medio de los dos meses muy por encima del observado en el primer trimestre del año e indica un crecimiento en el segundo trimestre mayor que en el primero.

Gráfico 28 Crecimiento de la producción industrial y contribuciones

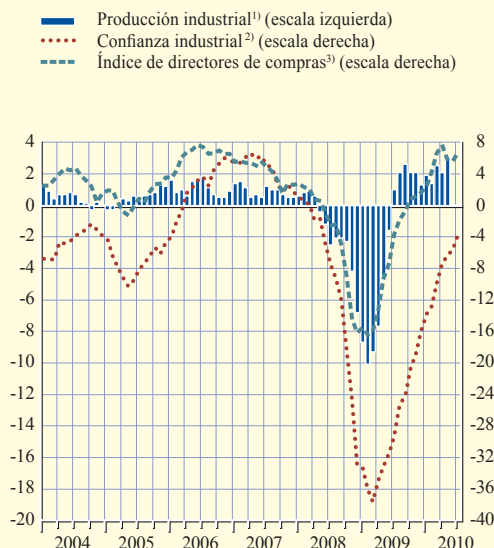
(tasa de crecimiento y contribuciones en puntos porcentuales; datos mensuales desestacionalizados)



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

Gráfico 29 Producción industrial, confianza industrial e índice de directores de compras

(datos mensuales desestacionalizados)



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

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

1) Tasas de variación intertrimestral.

2) Saldos netos.

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

La información procedente de las encuestas apunta a una expansión de la actividad económica en el segundo trimestre de 2010 y en julio. El índice de directores de compras de las manufacturas volvió a aumentar por encima de 56 en julio, lo que señala una aceleración de la actividad en el sector (véase gráfico 29). En cuanto a las ramas de servicios, el índice de actividad comercial también mejoró sustancialmente en julio, confirmando que la actividad ha seguido expandiéndose en ese sector, aunque un ritmo más moderado que en las manufacturas. Otras encuestas de opinión, como la de la Comisión Europea son acordes con el índice de directores de compras, y sugieren que el clima relativo a la economía ha mejorado. En julio, la confianza aumentó en todos los sectores.

MERCADO DE TRABAJO

La situación de los mercados de trabajo de la zona del euro se ha estabilizado en los últimos meses. En el primer trimestre de 2010, el empleo de la zona se mantuvo invariable, en términos intertrimestrales, lo que supone una evidente mejora con respecto a los acusados descensos observados con anterioridad.

A nivel sectorial, el empleo en la industria (excluida la construcción) se redujo, aunque a un ritmo más lento que en el cuarto trimestre de 2009 (véase cuadro 6 y gráfico 30). Las condiciones meteorológicas inusualmente adversas del primer trimestre de 2010 provocaron un descenso del empleo en la construcción, que se espera que se invierta en el segundo trimestre. El empleo en los servicios aumentó en el primer trimestre de 2010 por primera vez desde el segundo trimestre de 2008 en los servicios financieros y empresariales y en la administración pública y su crecimiento fue nulo en el comercio y el transporte. Los datos de Eurostat sobre las horas trabajadas, en términos trimestrales, en la zona del euro muestran una pequeña reducción en el primer trimestre de 2010, en comparación con los mayores descensos observados en trimestres anteriores.

Junto con la recuperación del crecimiento del producto en la zona del euro, las pérdidas de empleo observadas en los últimos trimestres han contribuido a que se produzca una inflexión en el descenso de la productividad. En términos interanuales, la productividad agregada de la zona del euro (medida como el producto por asalariados) aumentó nuevamente en el primer trimestre de 2010, hasta situarse en el 1,9%, en tasa interanual, tras haber registrado un crecimiento nulo en el cuarto trimestre de 2009 (véase gráfico 31). En gran medida, este aumento procede de la industria (excluida la construcción). La productividad mejoró de manera más gradual en los servicios.

Cuadro 6 Crecimiento del empleo

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

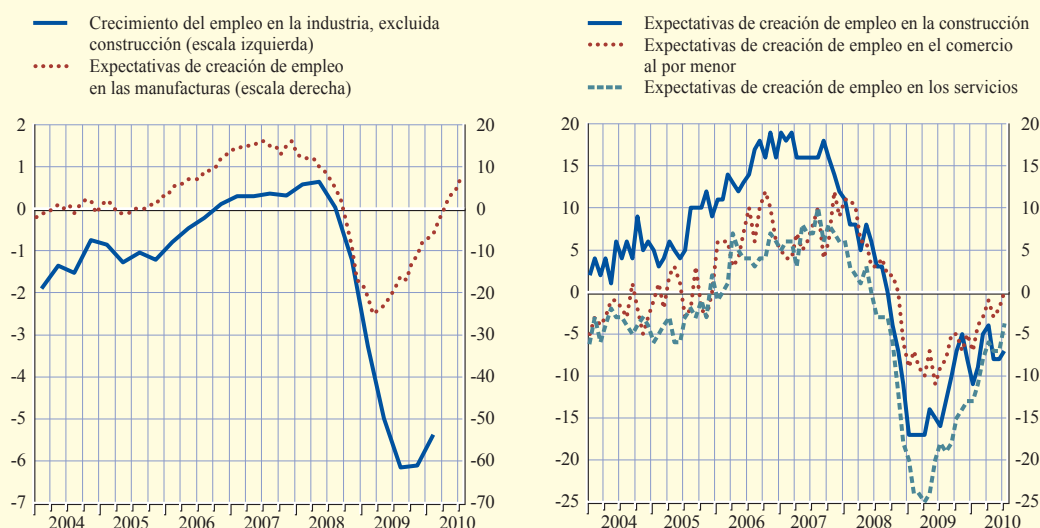
	Tasas interanuales		Tasas intertrimestrales				
	2008	2009	2009 I	2009 II	2009 III	2009 IV	2010 I
Total de la economía	0,7	-1,9	-0,8	-0,5	-0,5	-0,20	0,0
<i>Del cual:</i>							
Agricultura y pesca	-1,8	-2,2	-0,6	-0,7	-1,2	0,3	0,1
Industria	-0,7	-5,6	-1,8	-1,6	-1,7	-0,9	-1,1
Excluida la construcción	0,0	-5,1	-1,7	-1,7	-1,7	-1,1	-0,9
Construcción	-2,3	-6,7	-2,2	-1,3	-1,7	-0,4	-1,5
Servicios	1,4	-0,6	-0,5	-0,1	-0,1	0,0	0,4
Comercio y transporte	1,2	-1,8	-0,8	-0,5	-0,3	-0,6	0,0
Finanzas y empresas	2,3	-2,2	-1,2	-0,7	-0,5	0,2	0,5
Administración pública ¹⁾	1,1	1,3	0,1	0,4	0,3	0,2	0,5

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

1) Incluye también educación, salud y otros servicios.

Gráfico 30 Crecimiento del empleo y expectativas de creación de empleo

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



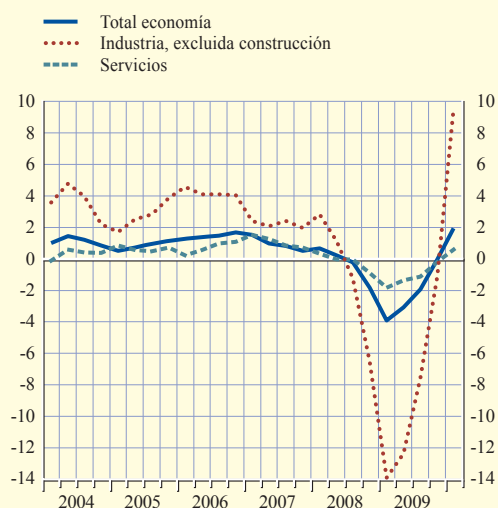
Fuentes: Eurostat y encuestas de opinión de la Comisión Europea.

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

En junio, la tasa de paro de la zona del euro se mantuvo en el 10% por quinto mes consecutivo, lo que significa que la tasa intertrimestral del segundo trimestre de 2010 fue también del 10%, ligeramente por encima del 9,9% registrado en el primer trimestre (véase gráfico 32). Los indicadores de opinión mejo-

Gráfico 31 Productividad del trabajo

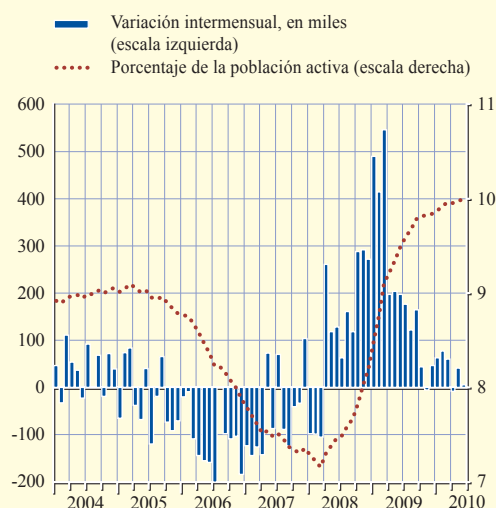
(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Gráfico 32 Desempleo

(datos mensuales desestacionalizados)



Fuente: Eurostat.

raron en el segundo trimestre de 2010, con una nueva subida en julio, en relación con junio, sugiriendo una estabilización del paro en la zona del euro en los próximos meses. Esta estabilización es acorde también con la revisión a la baja de las cifras de desempleo esperadas para 2010 de la encuesta a expertos en previsión económica (véase recuadro 7 de la sección 3).

4.3 PERSPECTIVAS EN LA ACTIVIDAD ECONÓMICA

Se espera que, en el segundo trimestre de 2010, el crecimiento del PIB real de la zona del euro se haya fortalecido debido fundamentalmente a efectos de carácter transitorio. Los datos disponibles para el tercer trimestre son mejores de lo esperado. De cara al futuro, se prevé que el PIB real de la zona del euro crezca a lo largo del tiempo a un ritmo moderado, y todavía desigual, en todas las economías y sectores de la zona. El crecimiento actual a escala mundial, y su efecto sobre la demanda de exportaciones de la zona del euro, junto con la orientación acomodaticia de la política monetaria y las medidas adoptadas para restablecer el funcionamiento del sistema financiero, deberían seguir sosteniendo la economía de la zona del euro. Al mismo tiempo, se prevé que el proceso de ajuste de los balances y las perspectivas del mercado de trabajo tengan un efecto moderador sobre el crecimiento económico.

Se sigue considerando que los riesgos por las perspectivas económicas están prácticamente equilibrados, en un entorno marcado por la incertidumbre. Por una parte, la economía mundial y el comercio exterior podrían recuperarse con más intensidad de lo que se prevé en estos momentos, respaldando con ello las exportaciones de la zona del euro. Por otra parte, sigue preocupando el recrudecimiento de las tensiones en los mercados financieros. Además, los nuevos aumentos de los precios del petróleo y de otras materias primas, la intensificación de las presiones proteccionistas y la posibilidad de que se produzca una corrección desordenada de los desequilibrios mundiales podrían influir negativamente.

5 EVOLUCIÓN DE LOS TIPOS DE CAMBIO Y DE LA BALANZA DE PAGOS

5.1 TIPOS DE CAMBIO

En los tres meses transcurridos hasta el 4 de agosto de 2010, el euro se depreció un 2,2% en términos efectivos nominales, situándose muy por debajo de la media registrada en 2009. La depreciación del euro fue generalizada.

TIPO DE CAMBIO EFECTIVO DEL EURO

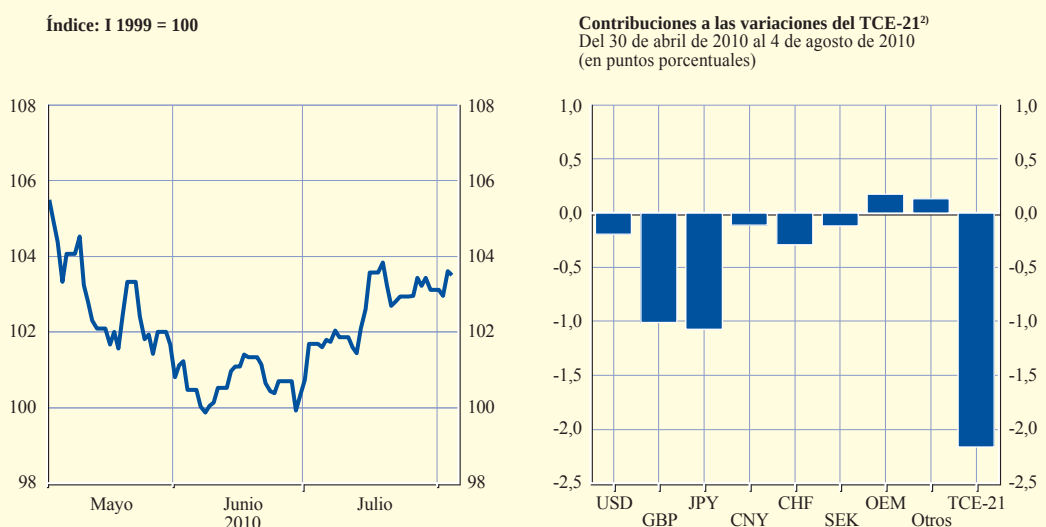
El 4 de agosto de 2010, el tipo de cambio efectivo nominal del euro —medido frente a las monedas de 21 de los socios comerciales más importantes de la zona del euro— se situaba un 2,2% por debajo del nivel observado a finales de abril y un 7,4% por debajo de la media de 2009 (véase gráfico 33). La depreciación del euro fue generalizada y vino acompañada de un aumento de la volatilidad implícita de los tipos de cambio bilaterales del euro frente a otras principales monedas.

DÓLAR ESTADOUNIDENSE/EURO

En los tres meses transcurridos hasta el 4 de agosto de 2010, el euro se depreció frente al dólar estadounidense, situándose por debajo de la media de 2009 (véase gráfico 34). En esa fecha, la moneda única cotizaba a 1,32 dólares, un 0,8% por debajo del nivel de finales de abril y en torno a un 5% por debajo de la media de 2009. Esta depreciación más bien moderada fue resultado de un acusado debilitamiento en mayo que se compensó, en gran medida, con una fuerte apreciación, especialmente en julio. A la reaparición de las tensiones en los mercados financieros a principios de mayo, a las que cabe atribuir las presiones a la baja que sufrió el euro en mayo, siguió la publicación de datos macroeconómicos sobre

Gráfico 33 Tipo de cambio efectivo del euro (TCE-21) y sus componentes¹⁾

(datos diarios)



Fuente: BCE.

1) Un aumento del índice supone una apreciación del euro frente a las monedas de los 21 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).

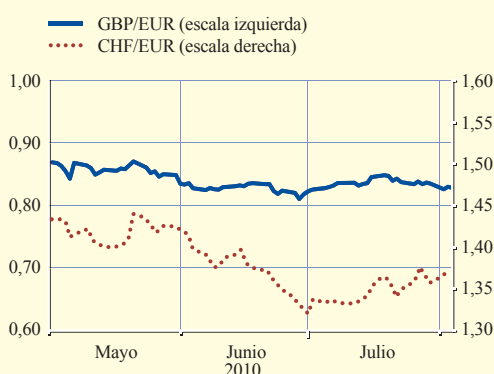
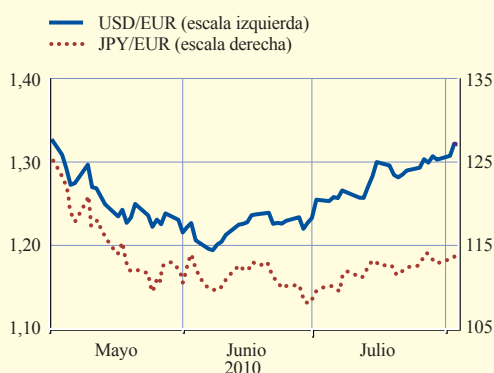
2) Se muestran las contribuciones a las variaciones del TCE-21 correspondientes a cada una de las monedas de los seis principales socios comerciales de la zona del euro. La categoría «Otros Estados miembros (OEM)» se refiere a la contribución agregada de las monedas de los Estados miembros que no pertenecen a la zona del euro (excepto la GBP y la SEK). La categoría «Otros» se refiere a la contribución agregada al índice TCE-21 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.

la zona del euro más positivos de lo esperado, lo que revirtió la tendencia del tipo de cambio bilateral del euro frente al dólar.

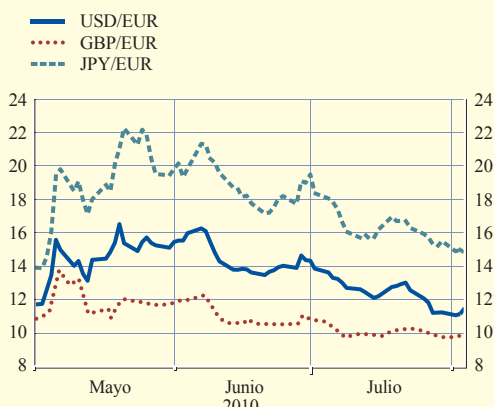
Gráfico 34 Evolución de los tipos de cambio y volatilidades implícitas

(datos diarios)

Tipos de cambio



Volatilidades implícitas del tipo de cambio (a tres meses)



Fuentes: Bloomberg y BCE.

YEN/EURO

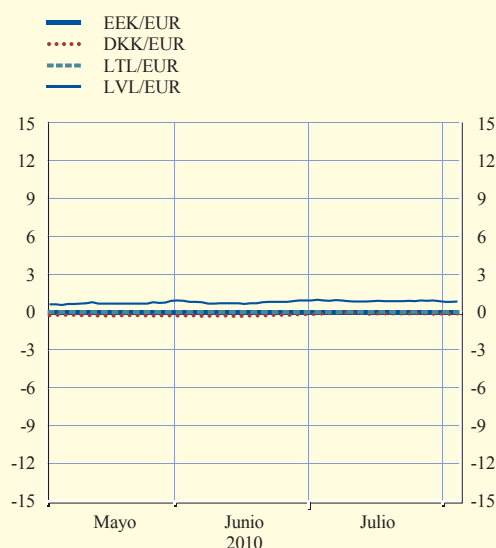
En los tres meses transcurridos hasta el 4 de agosto de 2010, el euro se depreció frente al yen japonés. En esa fecha, la moneda única cotizaba a 112,9 yenes, un 10,3% por debajo del nivel de finales de abril y un 13,4% por debajo de la media de 2009. Durante el mismo período de tres meses, la volatilidad implícita del tipo de cambio entre estas dos monedas aumentó tanto en el horizonte de corto plazo como en el de largo plazo (véase gráfico 34).

MONEDAS DE LOS ESTADOS MIEMBROS DE LA UE

En los tres meses transcurridos hasta el 4 de agosto de 2010, las monedas que participan en el MTC II se mantuvieron, en general, estables frente al euro, cotizando al tipo de cambio correspondiente a las respectivas paridades centrales o en torno a dichas paridades (véase gráfico 35). Al mismo tiempo, el latí letón se mantuvo en la zona débil de la banda

Gráfico 35 Evolución de los tipos de cambio en el MTC II

(datos diarios; desviación de la paridad central en puntos porcentuales)



Fuente: BCE.

Nota: Una desviación positiva (negativa) de la paridad central frente al euro significa que la moneda se sitúa en la zona débil (fuerte) de la banda. Para la corona danesa, la banda de fluctuación es $\pm 2,25\%$; para todas las demás monedas, la banda de fluctuación estándar es $\pm 15\%$.

de fluctuación de $\pm 1\%$ establecida unilateralmente. El 13 de julio de 2010, el Consejo de la UE adoptó una decisión por la que se autoriza a Estonia a adoptar el euro como moneda de curso legal a partir del 1 de enero de 2011. El tipo de conversión irrevocable se fijó en 15,6466 coronas por euro (véase recuadro 8).

Por lo que respecta a las monedas de los Estados miembros de la UE que no participan en el MTC II, el euro se depreció un 4,8% frente a la libra esterlina en los tres meses transcurridos hasta el 4 de agosto, cotizando en esa fecha a 0,83 libras. Durante el mismo período, el euro se apreció frente al forint húngaro (un 5,7%) y el zloty polaco (un 2,2%), y se depreció frente a la corona checa (un 3,1%).

OTRAS MONEDAS

El euro se depreció frente al franco suizo en los tres meses transcurridos hasta el comienzo de agosto, en la medida en que la moneda suiza se vio favorecida por la búsqueda de activos más seguros por parte de los inversores internacionales. A finales de junio, se suspendieron las intervenciones del Banco Nacional de Suiza encaminadas a limitar la apreciación del franco. El 4 de agosto de 2010, el euro cotizaba a 1,37 francos suizos, un 4,3% por debajo del nivel de finales de abril. Durante el mismo período, los tipos de cambio bilaterales del euro frente al renminbi chino y el dólar de Hong Kong siguieron manteniendo una evolución paralela a la observada frente al dólar estadounidense.

Recuadro 8

INTRODUCCIÓN DEL EURO EN ESTONIA EL 1 DE ENERO DE 2011

Conforme al requisito establecido en el artículo 140 del Tratado sobre el Funcionamiento de la Unión Europea de informar al Consejo de la Unión Europea (Consejo de la UE) al menos una vez cada dos años, o a petición de un Estado miembro acogido a una excepción, de los progresos realizados por los Estados miembros acogidos a una excepción en el cumplimiento de sus obligaciones con respecto al objetivo de la Unión Económica y Monetaria, el Banco Central Europeo (BCE) y la Comisión Europea elaboraron sus respectivos Informes de Convergencia en 2010. Estos informes se publicaron el 12 de mayo de 2010. Basándose en los resultados de las evaluaciones, la Comisión Europea consideró que Estonia ha cumplido las condiciones necesarias para la adopción de la moneda única. El 13 de julio de 2010, el Consejo de la UE adoptó una decisión por la que se autoriza a Estonia a adoptar el euro como moneda de curso legal a partir del 1 de enero de 2011.

El 13 de julio de 2010, El Consejo de la UE adoptó también un reglamento por el que se fija el tipo de conversión irrevocable de la corona estonia frente al euro. Este tipo de conversión, que ha quedado fijado en 15,6466 coronas por euro, corresponde a la actual paridad central, acordada el 28 de junio de 2004, cuando la moneda estonia se incorporó al Mecanismo de Tipos de Cambio II (MTC II). Desde entonces, la paridad central de la corona estonia no se ha devaluado y el tipo de cambio se ha mantenido en dicha paridad con carácter de compromiso unilateral; por consiguiente, ello no ha supuesto ninguna obligación adicional para el BCE. El BCE respaldó la decisión de adoptar la actual paridad central como tipo de conversión para la introducción del euro. Una vez fijado ya el tipo de conversión, el BCE y el Eesti Pank realizarán, hasta el final de 2010, un seguimiento del tipo de cambio de mercado de la corona estonia frente al euro en el contexto del MTC II.

Con la introducción del euro en Estonia el 1 de enero de 2011, la zona del euro comprenderá 17 Estados miembros de la UE. Estonia podrá compartir los beneficios de la moneda única, que elimina la incer-

tidumbre derivada de los tipos de cambio dentro de la Unión Económica y Monetaria y ofrece un marco de política monetaria creíble para el mantenimiento de la estabilidad de precios en un entorno de bajos tipos de interés a largo plazo, total transparencia de precios y costes, reducidos costes de transacción e información y mayor resistencia a las perturbaciones económicas y financieras. Al mismo tiempo, para aprovechar al máximo todas las ventajas que le reportará el euro y permitir el funcionamiento eficiente de los mecanismos de ajuste en la zona del euro ampliada, es importante que Estonia aplique políticas encaminadas totalmente a la consecución del objetivo de mantener la estabilidad del proceso de convergencia. Cabe destacar que las autoridades estonias han subrayado públicamente su compromiso de lograr un entorno económico propicio para el crecimiento sostenible del producto y del empleo, con una situación macroeconómica equilibrada, incluida la estabilidad de precios. Concretamente, esto supone: (i) mantener unas políticas fiscales prudentes; (ii) continuar las reformas estructurales para mejorar la competitividad en términos de costes y aumentar la productividad; y (iii) adoptar las políticas apropiadas en el sector financiero para lograr la estabilidad financiera y evitar la acumulación de desequilibrios.

5.2 BALANZA DE PAGOS

El comercio de bienes con países no pertenecientes a la zona del euro siguió intensificándose en los últimos meses, aunque se aprecian algunos indicios de que la tasa de crecimiento se está estabilizando. En mayo, el déficit por cuenta corriente de la zona del euro, acumulado de doce meses, se redujo significativamente en comparación con el nivel registrado un año antes, hasta 43,9 mm de euros (alrededor del 0,5% del PIB de la zona del euro). En la cuenta financiera, las entradas netas del agregado de inversiones directas y de cartera disminuyeron hasta 189,8 mm de euros, en cifras acumuladas, en el año transcurrido hasta mayo.

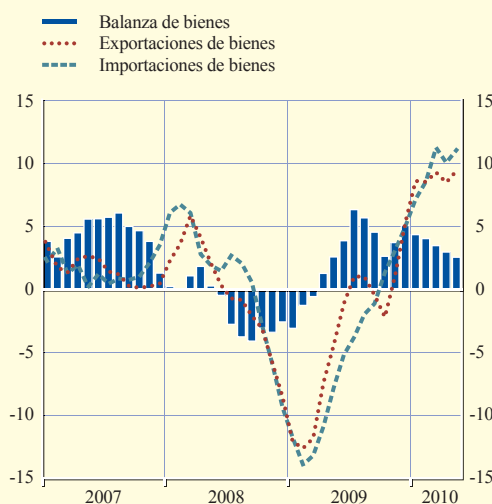
COMERCIO Y BALANZA POR CUENTA CORRIENTE

El comercio de bienes con países no pertenecientes a la zona del euro registró una nueva expansión en los últimos meses, en los que las importaciones crecieron a un ritmo más rápido que las exportaciones. Los datos de la balanza de pagos indican que las exportaciones de bienes a países de fuera de la zona del euro se incrementaron, en términos nominales, en un 9,4%, mientras que las importaciones nominales de bienes provenientes de fuera de la zona crecieron un 11% en los tres meses transcurridos hasta mayo (véanse gráfico 36 y cuadro 7). No obstante, se aprecian ya algunos indicios de estabilización del crecimiento del comercio de bienes de la zona con terceros países.

El sólido crecimiento de la demanda externa, respaldado en parte por las medidas de estímulo fiscal y el ciclo de existencias, sigue siendo un importante factor determinante de la expansión sostenida de las exportaciones de bienes. Además,

Gráfico 36 Comercio de bienes con países no pertenecientes a la zona del euro

(tasas de variación intertrimestral; para la balanza de bienes, mm de euros y medias móviles de tres meses; datos mensuales desestacionalizados y ajustados por días laborables)



Fuente: BCE.

Cuadro 7 Principales partidas de la balanza de pagos de la zona del euro

(datos desestacionalizados, salvo indicación en contrario)

	2010 Abr	2010 May	2009 Ago	Media móvil de tres meses hasta		2010 May	Cifras acumuladas de 12 meses hasta	
				2009 Nov	2010 Feb		2009 May	2010 May
<i>mm de euros</i>								
Cuenta corriente	-5,6	-5,8	-2,8	-5,2	-2,2	-4,4	-156,3	-43,9
Bienes	0,6	3,1	5,6	3,7	4,0	2,5	-17,6	47,6
Exportaciones	124,4	131,6	106,5	107,6	116,8	127,7	1.429,1	1.375,8
Importaciones	123,8	128,5	100,8	103,9	112,8	125,2	1.446,7	1.328,2
Servicios	4,0	3,1	2,0	2,1	3,6	3,4	33,6	33,5
Exportaciones	40,3	41,4	38,1	38,5	40,1	40,8	500,4	472,4
Importaciones	36,3	38,4	36,1	36,3	36,5	37,4	466,9	439,0
Rentas	-3,0	-4,4	-4,1	-3,8	-1,2	-3,0	-70,4	-36,4
Transferencias corrientes	-7,2	-7,6	-6,4	-7,1	-8,6	-7,4	-101,9	-88,6
Cuenta financiera¹⁾	8,6	17,8	-15,6	7,3	4,3	9,1	177,6	15,4
Total inversiones directas y de cartera netas	20,9	46,7	8,6	15,1	26,4	13,2	292,0	189,8
Inversiones directas netas	-11,4	-17,2	-5,3	-10,8	0,1	-18,4	-145,1	-103,1
Inversiones de cartera netas	32,3	63,9	13,8	25,9	26,3	31,6	437,2	292,8
Acciones y participaciones	-10,3	21,7	33,7	-21,5	11,1	-2,4	-81,5	62,8
Valores distintos de acciones	42,6	42,1	-19,8	47,4	15,1	33,9	518,7	230,0
Bonos y obligaciones	35,4	39,3	-33,9	23,0	8,0	24,1	217,2	63,8
Instrumentos del mercado monetario	7,2	2,8	14,1	24,4	7,1	9,8	301,5	166,2
Otras inversiones netas	-12,5	-26,6	-22,1	-9,2	-24,1	-22,1	-141,3	-173,3
<i>Tasas de variación sobre el período anterior</i>								
Bienes y servicios								
Exportaciones	-1,9	5,0	-0,3	1,0	7,4	7,5	-7,4	-4,2
Importaciones	-0,4	4,2	-2,1	2,4	6,4	8,9	-4,6	-7,6
Bienes								
Exportaciones	-2,2	5,7	1,0	1,0	8,5	9,4	-9,1	-3,7
Importaciones	0,4	3,7	-2,0	3,1	8,5	11,0	-6,2	-8,2
Servicios								
Exportaciones	-1,1	2,9	-3,6	0,9	4,1	1,9	-2,2	-5,6
Importaciones	-3,1	5,6	-2,5	0,6	0,4	2,5	0,8	-6,0

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. Datos sin desestacionalizar.

la mejora de la competitividad en términos de precios como resultado de la depreciación del euro también podría haber tenido un efecto positivo sobre la evolución reciente de las exportaciones a países no pertenecientes a la zona del euro.

Al mismo tiempo, las importaciones de bienes procedentes de fuera de la zona del euro se están viendo cada vez más favorecidas por el fortalecimiento de la demanda interna, así como por la demanda sostenida de bienes intermedios importados inducida por las exportaciones. El crecimiento de las importaciones de bienes en términos nominales refleja, hasta cierto punto, un aumento de los precios de importación, que es atribuible, en parte, a la depreciación del euro y a la subida de los precios de las materias primas.

El crecimiento del comercio de servicios con países no pertenecientes a la zona del euro también aumentó ligeramente en mayo, pero siguió siendo relativamente débil en comparación con el comercio de bienes. Tras la evolución menos favorable de los meses anteriores, tanto las exportaciones como las

importaciones de servicios registraron en mayo un repunte del crecimiento, en términos nominales, que se cifró en tasas intertrimestrales del 1,9% y del 2,5%, respectivamente.

Desde una perspectiva de más largo plazo, el déficit por cuenta corriente acumulado de doce meses ha comenzado a dar señales de estabilización en los últimos meses, aunque se redujo significativamente en comparación con las cifras registradas un año antes (véanse gráfico 37 y cuadro 7). En el año transcurrido hasta mayo, el déficit por cuenta corrientes acumulado ascendió a 43,9 mm de euros (alrededor del 0,5% del PIB), frente a los 156,3 mm de euros contabilizados un año antes. Esta reducción del déficit refleja un cambio de signo, de déficit a superávit, de la balanza comercial y un descenso de los déficits de las balanzas de rentas y de transferencias corrientes. En el artículo titulado «Evolución reciente del comercio mundial y de la zona del euro» que se publica en esta edición del Boletín Mensual, se presenta un análisis más detallado de la evolución del comercio.

De cara al futuro, los indicadores disponibles sugieren que las exportaciones de bienes a países no pertenecientes a la zona del euro continuarán creciendo en el corto plazo, respaldadas por la demanda externa que sigue siendo sólida. No obstante, podría producirse alguna pérdida de impulso en el contexto de una desaceleración del crecimiento económico mundial. De hecho, el índice de carteras de pedidos exteriores de la encuesta a directores de compras del sector manufacturero de la zona del euro se mantiene muy por encima del umbral de 50 que separa la expansión de la contracción, aunque ha descendido ligeramente en los últimos meses.

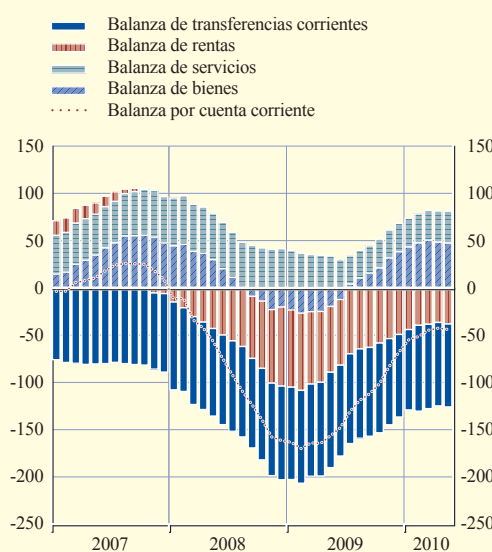
CUENTA FINANCIERA

En los tres meses transcurridos hasta mayo de 2010, el agregado de inversiones directas y de cartera registró, en promedio, entradas netas mensuales por importe de 13,2 mm de euros, aproximadamente la mitad de las entradas netas contabilizadas en el período de tres meses precedente (véanse gráfico 38 y cuadro 7). Esta moderación es atribuible casi en su totalidad al aumento de las salidas netas de inversiones directas, como resultado, en parte, del incremento de los préstamos pendientes de las empresas de la zona del euro a sus filiales en el extranjero.

Por su parte, las entradas netas de inversiones de cartera solo experimentaron un ligero aumento en los tres meses transcurridos hasta mayo como consecuencia de los movimientos compensatorios registrados en los mercados de renta variable y de renta fija. Por una parte, se redujo aún más el interés de los inversores, especialmente de los no residentes en la zona del euro, por los valores de renta variable, lo que se tradujo en un cambio de signo, de entradas netas a salidas netas, en este tipo de valores. El menor apetito por el riesgo, mostrado por los inversores, fue resultado de un súbito recrudescimiento de las tensiones en los mercados financieros a principios de mayo, desencadenado, en parte, por la creciente inquietud respecto a las finanzas públicas de algunos países de la zona del euro, pero también de la

Gráfico 37 Principales partidas de la balanza por cuenta corriente

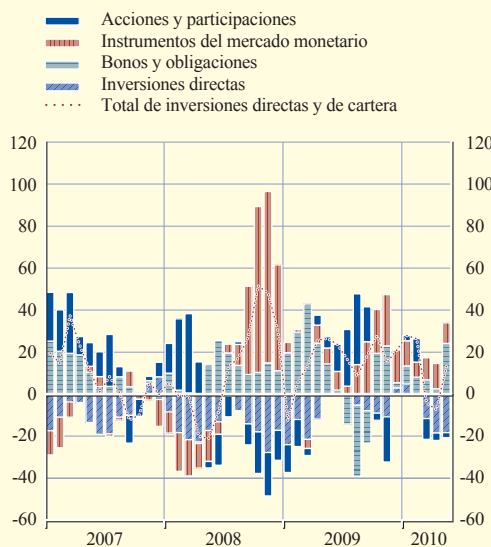
(mm de euros; flujos acumulados de doce meses; datos mensuales desestacionalizados y ajustados por días laborables)



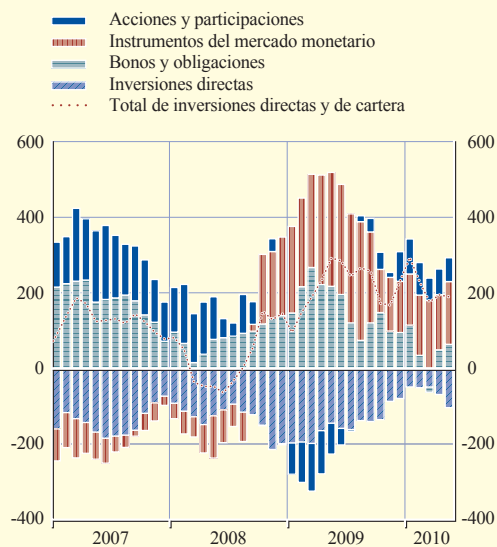
Fuente: BCE.

Gráfico 38 Principales partidas de la cuenta financiera

(mm de euros; flujos netos; medias móviles de tres meses; datos mensuales)



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



Fuente: BCE.

evolución económica fuera de la zona. Por otra parte, en los tres meses transcurridos hasta mayo, la inversión en valores distintos de acciones registró un notable aumento de las entradas netas en comparación con el período de tres meses precedente, lo cual es coherente con la mayor aversión al riesgo por parte de los inversores en un entorno de fuerte volatilidad de los mercados bursátiles y de búsqueda de activos de mejor calidad.

Por lo que respecta a la evolución a más largo plazo, las entradas netas del agregado de inversiones directas y de cartera descendieron hasta situarse en 189,8 mm de euros en el período de doce meses transcurrido hasta mayo de 2010, frente a los 292 mm de euros contabilizados en el mismo período un año antes. Este descenso tuvo su origen, principalmente, en una reducción de las entradas netas de inversiones de cartera (véase cuadro 7). La desagregación por instrumentos de las inversiones de cartera indica que dicha reducción fue resultado, básicamente, de una fuerte caída de las entradas netas de valores de renta fija, que contrarrestó con creces el cambio de signo, de salidas netas a entradas netas, que registró la inversión en acciones y participaciones (véase gráfico 38). En conjunto, la tendencia a reequilibrar las carteras, por parte de los inversores internacionales, favoreciendo la inversión en valores de renta variable en detrimento de los valores de renta fija, en los que se ha invertido de forma excepcionalmente intensa durante la crisis, sigue siendo sólida.