

EVOLUCIÓN ECONÓMICA Y MONETARIA

I ENTORNO EXTERIOR DE LA ZONA DEL EURO

La recuperación de la economía mundial continúa, aunque a un ritmo algo más moderado. Las perspectivas mundiales a corto plazo se ven empañadas por el decreciente respaldo del ciclo de existencias y las políticas de estímulo fiscal. Los datos más recientes procedentes de las encuestas, que también sugieren una desaceleración del ritmo de recuperación de la economía mundial, corroboran esta evolución. Las presiones sobre los precios han seguido siendo bastante moderadas como consecuencia de los niveles de capacidad excedente de producción que se registran, especialmente en las economías avanzadas, mientras que las presiones inflacionistas han sido algo más pronunciadas en las economías emergentes.

I.1 EVOLUCIÓN DE LA ECONOMÍA MUNDIAL

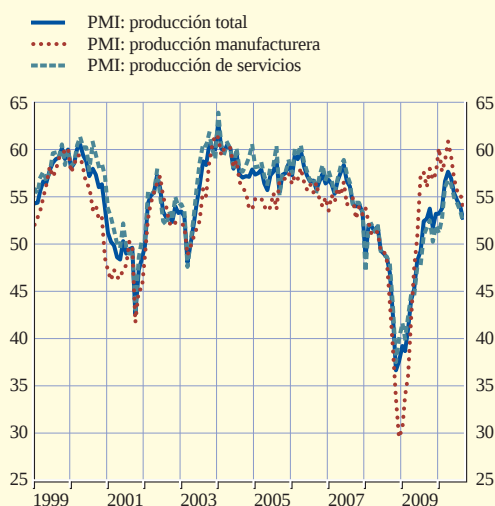
La recuperación de la economía mundial continúa, aunque a un ritmo algo más moderado. Las perspectivas mundiales a corto plazo se ven empañadas por la progresiva desaparición del respaldo recibido del ciclo de existencias y de las políticas de estímulo fiscal. El ritmo de la recuperación continúa siendo desigual entre regiones. En las principales economías avanzadas, el crecimiento ha seguido siendo moderado, dado que los consumidores y las empresas de estos países están saneando sus balances en un entorno de escasez de crédito y atonía de los mercados laborales, así como de reducidos niveles de confianza. El crecimiento también ha experimentado recientemente una desaceleración en las economías emergentes —especialmente de Asia, que venía liderando la recuperación mundial— con lo que se ha reducido el riesgo de recalentamiento en algunos países. En el recuadro 1 se analiza la importancia creciente de las economías emergentes.

La evidencia más reciente procedente de las encuestas corrobora la opinión de que la recuperación económica mundial ha perdido cierto impulso en los últimos meses. El índice PMI global de producción de manufacturas y servicios se situó en 52,6 en septiembre, frente al nivel de 53,9 registrado en agosto, lo que indica que la economía mundial ha continuado su expansión, aunque a un ritmo más lento (véase gráfico 1). La desaceleración persistió tanto en el sector manufacturero como en el sector servicios. El PMI global de empleo prácticamente no experimentó variación y se situó en 50,4, lo que sugiere un crecimiento a escala mundial del empleo, en general, muy moderado. Esta evolución es bastante coherente con el lento descenso de la tasa de paro en los países de la OCDE, que se mantuvo en un nivel bastante elevado, del 8,5% en julio (véase gráfico 2).

Las presiones mundiales sobre los precios han seguido siendo bastante moderadas, debido a los niveles de capacidad excedente de producción que se registran, especialmente en las economías avanzadas. Si bien el índice PMI de precios de los bienes intermedios aumentó hasta 57,6 en septiembre, desde 56,8 en agosto, lo que indica un incremento de los costes medios de dichos bienes, se mantiene por debajo de los niveles observados antes de la crisis financiera mundial. Según los últimos datos disponibles, en los países

Gráfico 1 PMI: producción mundial

(índice de difusión; datos mensuales desestacionalizados)

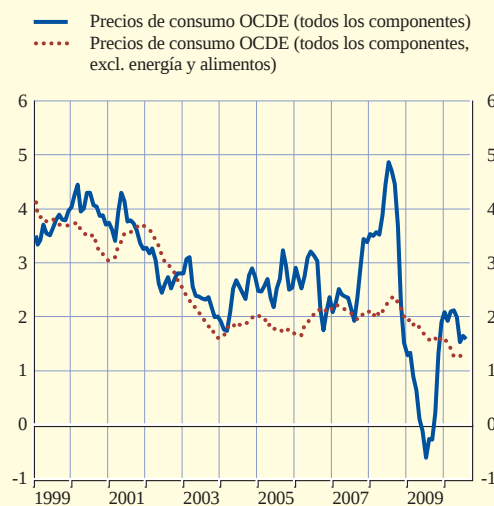


Fuente: Markit.

de la OCDE, la inflación interanual se redujo moderadamente en los últimos meses, desde un máximo de algo más del 2% en el primer trimestre de 2010, en promedio, hasta un 1,5% en junio, para elevarse ligeramente de nuevo hasta el 1,6% en julio y agosto. Excluidos la energía y los alimentos, la inflación interanual medida por los precios de consumo se ha reducido gradualmente y, en agosto, se situaba en el 1,2%, sin variaciones con respecto al mes anterior. Por el contrario, en las regiones con mercados emergentes dinámicos, las presiones inflacionistas han sido algo más pronunciadas. En algunos países, como Brasil e India, las restricciones de la capacidad productiva ya han presionado al alza sobre los precios, mientras que, en China, las presiones que favorecían un recalentamiento se han atenuado ligeramente. Por último, la subida de los precios de los alimentos en los últimos meses ha tenido un impacto más pronunciado en la evolución de la inflación en los mercados emergentes, dado que los alimentos tienen una ponderación mayor entre los componentes de las cestas de consumo.

Gráfico 2 Evolución de los precios internacionales

(datos mensuales; tasas de variación interanual)



Fuente: OCDE.

Recuadro I

LA CRECIENTE IMPORTANCIA DE LAS ECONOMÍAS EMERGENTES

Las economías emergentes¹ —que, en 2009, sumaban el 82% de la población mundial— desempeñan un papel cada vez más importante para la economía mundial y para la zona del euro en particular. De hecho, durante el período 2004-2009, el 63% del aumento del producto mundial se concentró en estas economías.

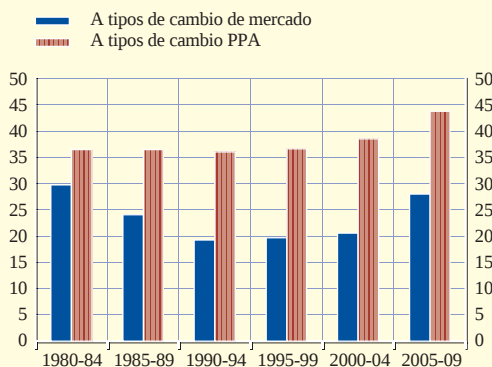
En términos de magnitud económica, su participación en el producto mundial, medida a los tipos de cambio de mercado, ha aumentado desde menos del 20% a principios de la década de los ochenta hasta más del 30% en la actualidad. Si se aplica el concepto de la paridad del poder adquisitivo (PPA) —es decir, teniendo en cuenta las diferencias en el coste de la vida— su participación en el PIB mundial es ya del 45%, casi 10 puntos porcentuales más que a comienzos de la década de los noventa (gráfico A). Según se indica en la publicación del FMI *Perspectivas de la Economía Mundial*, este porcentaje será mayor del 50% en 2013.

Considerando individualmente cada una de estas economías, se observa que China e India —que concentran alrededor del 20% y del 18%, respectivamente, de la población mundial, en comparación con un 5%, aproximadamente, en el caso de la zona del euro y de Estados Unidos— han entrado ahora en el círculo de las economías más grandes del mundo. En términos de tipos de cambio de

1 En este recuadro se ha adoptado la definición de economías emergentes que utiliza el FMI.

Gráfico A Participación de las economías emergentes en el PIB mundial

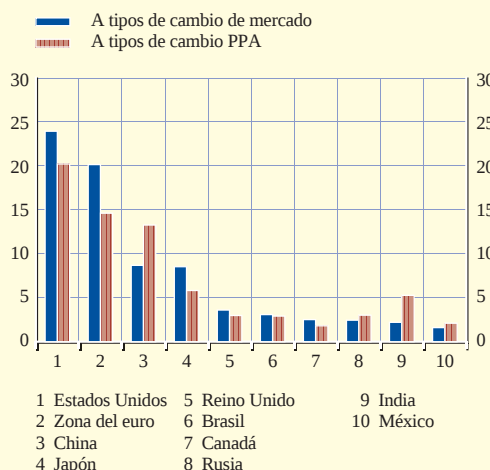
(porcentajes)



Fuente: Perspectivas de la Economía Mundial, FMI.

Gráfico B PIB de algunas economías en 2010 en relación con el PIB mundial

(porcentajes)



Fuente: Perspectivas de la Economía Mundial, FMI.

mercado, China es actualmente la tercera economía más grande, tras Estados Unidos y la zona del euro, según las proyecciones para 2010 de la publicación Perspectivas de la Economía Mundial. El PIB de China alcanza ya un nivel equivalente al 91% del PIB de la zona del euro en términos de PPA, aunque solo es del 43% a los tipos de cambio de mercado. En términos de PPA, India se sitúa entre las cinco primeras economías del mundo y su PIB equivale a más de un tercio del de la zona del euro. Con independencia del método que se aplique, las posiciones siguientes están ocupadas por economías emergentes, incluidos Brasil, Rusia y México (con las excepciones de Reino Unido y Canadá) (gráfico B).

Las economías emergentes están muy abiertas al comercio internacional, lo que se refleja en su creciente participación en el comercio mundial. Por lo que respecta a las exportaciones, la participación de las economías emergentes ha aumentado desde alrededor del 19% de las exportaciones mundiales a comienzos de la década de los años noventa hasta el 35% observado recientemente. En cuanto a las importaciones, la participación se ha incrementado del 20% al 30% durante el mismo período.

Además, estas economías también han progresado significativamente en lo que a desarrollo financiero se refiere. Concretamente, la participación de los mercados bursátiles de las principales economías emergentes en la capitalización mundial aumentó desde el 7% en 1990 hasta el 32% en 2009. Este aumento ha estado asociado a una considerable afluencia neta de inversiones de cartera privadas, tanto antes de la crisis financiera mundial como durante la posterior recuperación, tras una fase transitoria de contracción de los flujos de capital, especialmente en el último trimestre de 2008 y en el primer trimestre de 2009.

Por lo que respecta a los lazos económicos con las economías avanzadas, la reciente crisis mundial ha confirmado que la evolución de las economías emergentes sigue dependiendo significativamente del comportamiento de las economías avanzadas. De hecho, aunque la perturbación tuvo su origen

en estas últimas, la economía emergente representativa experimentó un descenso del producto casi tan acusado como su equivalente de las economías avanzadas².

No obstante, desde una perspectiva histórica, es evidente que las economías emergentes se han visto menos afectadas en la reciente crisis que en el pasado e incluso han liderado la recuperación mundial. Las economías emergentes de Asia, especialmente las más grandes, han mostrado una elevada capacidad de resistencia frente a la recesión económica mundial. En China, el crecimiento del PIB real apenas registró una ligera caída, pasando del 9,6% en 2008 al 9,1% en 2009. Ello se debió, principalmente, a que las autoridades chinas reaccionaron sin demora ante la crisis aplicando una serie de medidas de estímulo de una cuantía de 4 billones de RMB (12% del PIB), combinadas con una política monetaria muy expansiva, que fomentaron la inversión en infraestructuras y fortalecieron el consumo privado. Otro factor importante fue el hecho de que el valor añadido nacional de las exportaciones chinas es relativamente bajo, debido al elevado porcentaje que representa el comercio de procesamiento. Como resultado, la caída de las exportaciones supuso una caída de las importaciones de bienes intermedios de casi igual magnitud y, por lo tanto, el impacto negativo de la demanda exterior neta sobre el crecimiento del PIB fue limitado. Por último, debido a las restricciones que aún pesan sobre las entradas y las salidas de inversiones de cartera, las turbulencias financieras mundiales no afectaron gravemente a los balances de los bancos. A partir del segundo trimestre de 2009, las entradas de capital privado recobraron el ritmo, al igual que las reservas internacionales que, en junio de 2010, ascendían a 2,4 billones de dólares estadounidenses.

Respecto a la importancia de las economías emergentes para la zona del euro, hay que subrayar que el porcentaje que representan las exportaciones de la zona a Asia (excluido el comercio dentro de la zona del euro) aumentó desde el 19% en 2000 hasta el 22% en 2009, mientras que las exportaciones a Estados Unidos se redujeron del 17% al 12% en el mismo período. La proporción de las exportaciones totales de la zona del euro que representan las exportaciones a China aumentó desde el 2% en 2000 hasta el 5,3% en 2009. Las exportaciones a Rusia se duplicaron con creces durante el mismo período, pasando del 1,8% al 3,9% y superando, por consiguiente, a las exportaciones a Japón, si bien el porcentaje que representan las exportaciones de la zona a Rusia fue aún más elevado en 2008 (5%), antes del desplome del comercio mundial. Una tendencia similar puede observarse con respecto a India, aunque a mucha menor escala, ya que las exportaciones de la zona del euro a este país representaron solo el 1,7% en 2009.

Si se realiza una desagregación mayor de las exportaciones de la zona del euro utilizando datos trimestrales, se observa que la proporción que representan las exportaciones a China aumentó desde el 3,8% en el primer trimestre de 2007 hasta el 6,2% en el segundo trimestre de 2010. En términos nominales, las exportaciones de la zona a China crecieron un 54% entre el primer trimestre de 2009 y el segundo trimestre de 2010. La mayor parte de este aumento es atribuible a las exportaciones de maquinaria y equipo de transporte, especialmente de vehículos de carretera. De forma más general, aunque las exportaciones de la zona del euro han crecido un 21,8% con respecto al mínimo registrado en el segundo trimestre de 2009, más de una cuarta parte de ese aumento puede atribuirse a las exportaciones con destino a las economías emergentes de Asia, casi un 10% a América Latina y otro 6% a las exportaciones a la Comunidad de Estados Independientes, incluida Rusia.

De cara al futuro, la importancia de las economías emergentes para la evolución tanto de la economía mundial como de la zona del euro será, probablemente, todavía mayor, como parecen indicar las

2 Véase «How Did Emerging Markets cope in the Crisis?», FMI, 2010.

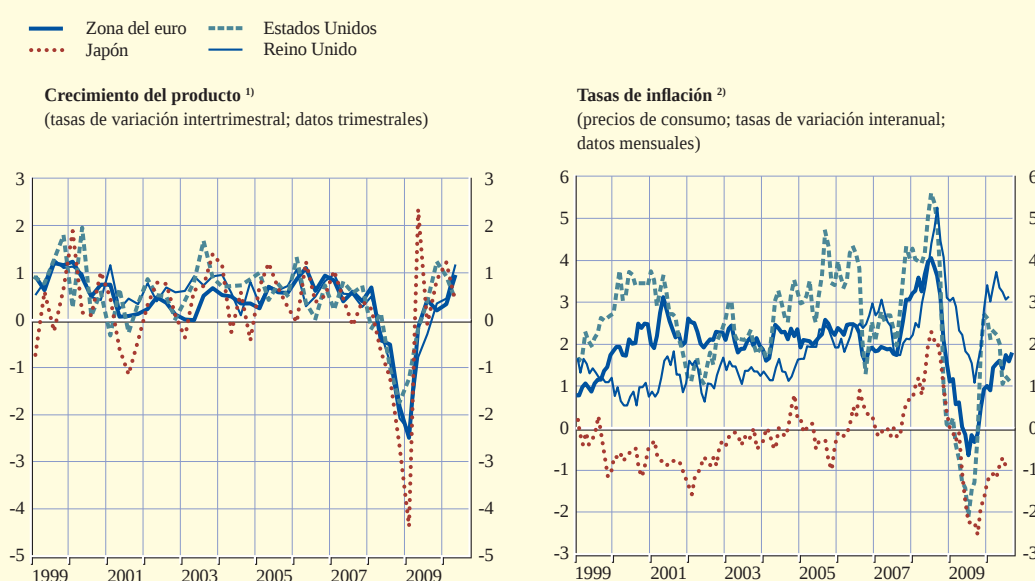
proyecciones a largo plazo disponibles, basadas en las tendencias demográficas y en los modelos de acumulación de capital y producción.

ESTADOS UNIDOS

En Estados Unidos, el ritmo de la recuperación de la actividad económica se moderó en el segundo trimestre de 2010, tras el fuerte repunte registrado en los dos trimestres anteriores. Según la tercera estimación de la Oficina de Análisis Económico, el crecimiento del PIB real, en tasa intertrimestral anualizada, fue del 1,7% (véase gráfico 3). La inversión empresarial y el gasto público respaldaron el crecimiento del PIB real, mientras que la fuerte contribución negativa de la demanda exterior neta, como consecuencia de la acusada aceleración de las importaciones en relación con la de las exportaciones, lo atenuó en cierta medida. Los datos más recientes apuntan a un moderado crecimiento del PIB en el tercer trimestre. La producción industrial aumentó a un ritmo más lento en agosto que a principios de este año, al perder intensidad el impulso derivado de la acumulación de existencias. De cara al futuro, los indicadores basados en las encuestas de opinión sugieren un nuevo debilitamiento en el sector manufacturero. En un contexto de baja confianza de los consumidores y de atonía del mercado laboral, se prevé que el crecimiento del gasto en consumo seguirá siendo moderado.

Por lo que respecta a la evolución de los precios, la inflación interanual medida por el IPC descendió hasta el 1,1% en agosto de 2010, desde el 1,2% de julio. El índice energético aumentó un 3,8%, en tasa interanual, en agosto y, al igual que en julio, fue el principal factor determinante de la inflación general. Excluidos la energía y los alimentos, la tasa de inflación interanual se mantuvo en el 0.9% en agosto, la cifra más baja registrada desde 1966, como consecuencia de la notable atonía de los mercados de trabajo y de productos de Estados Unidos.

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.

El 21 de septiembre, 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% y siguió previendo que la situación económica probablemente justifique que el tipo de interés de los fondos federales se mantenga en niveles excepcionalmente bajos durante un período prolongado. Asimismo, el Comité afirmó que la inflación se situaba en niveles algo más bajos de lo que, a su juicio, sería compatible a largo plazo con la misión que tiene encomendada y que estaba preparado para adoptar, en caso necesario, medidas acomodaticias adicionales para respaldar la recuperación económica y, con el tiempo, revertir la inflación hasta niveles compatibles con esa misión.

JAPÓN

En Japón, la economía prosiguió su expansión en el segundo trimestre, aunque a un ritmo más lento que en el primer trimestre de 2010. La segunda estimación provisional publicada por la Oficina Económica del Gobierno de Japón indica que el PIB real creció un 0,4%, en tasa intertrimestral, en el segundo trimestre. El crecimiento seguía estando determinado, en gran medida, por las exportaciones, aunque el ritmo ha comenzado a moderarse. Por lo que respecta a los componentes internos, la principal contribución provino de la inversión no residencial, mientras que el consumo privado siguió estando dominado por la atonía, como consecuencia de la progresiva desaparición de los efectos de las medidas de estímulo. Los últimos datos publicados apuntan a una nueva moderación de la actividad. Concretamente, la producción industrial registró una caída en agosto, como resultado de la desaceleración del crecimiento de las exportaciones en vista de la apreciación del yen y de la desaceleración de la demanda mundial. La encuesta Tankan de septiembre reveló que, si bien la evaluación de la situación actual de las empresas ha mejorado ligeramente, sus perspectivas se han deteriorado.

En conjunto, la inflación medida por los precios de consumo siguió siendo negativa en agosto (-0,9% en tasa interanual) como resultado del amplio margen de recursos productivos sin utilizar que registra la economía. Excluidos los alimentos frescos, la inflación medida por el IPC se redujo un 1%, mientras que, si se excluyen la energía y los alimentos, la inflación interanual, medida por el IPC, descendió un 1,5%.

El 15 de septiembre, las autoridades japonesas intervinieron en el mercado de divisas por primera vez desde marzo de 2004, a fin de frenar la apreciación del yen. El 5 de octubre, el Banco de Japón decidió rebajar el objetivo fijado para los tipos de interés de los préstamos a un día sin garantía desde el 0,1% vigente hasta un nivel comprendido entre el 0% y el 0,1%. Al mismo tiempo, anunció que, como medida transitoria, consideraría la posibilidad de establecer un programa en su balance para adquirir diversos activos financieros.

REINO UNIDO

En el Reino Unido, ha continuado la recuperación económica. El PIB real creció un 1,2%, en tasa intertrimestral, en el segundo trimestre de 2010, tras registrar una expansión del 0,4% en el primer trimestre. El crecimiento estuvo determinado, principalmente, por un repunte del consumo privado y una acumulación sostenida de existencias en el segundo trimestre, mientras que la contribución de la demanda exterior neta fue nula. Los precios de la vivienda mantuvieron su tendencia alcista en tasas interanuales, aunque en tasa intermensual han bajado en los últimos meses. De cara al futuro, los ajustes de las existencias, las medidas de estímulo monetario, la demanda externa y la anterior depreciación de la libra esterlina deberían respaldar la actividad económica. No obstante, se prevé que el crecimiento de la demanda interna seguirá estando limitado por las restrictivas condiciones de concesión de crédito, el ajuste de los balances de los hogares y las sustanciales restricciones presupuestarias.

La inflación interanual, medida por el IPC, aumentó de forma pronunciada a principios de 2010, alcanzando un máximo del 3,7% en abril, pero se ha moderado ligeramente en los últimos meses, situándose

en el 3,1% en agosto. De cara al futuro, se prevé que los efectos retardados de la depreciación de la libra esterlina y el impacto del aumento del IVA en enero de 2011 ejercerán presión al alza sobre los precios de consumo. En los últimos trimestres, el Comité de Política Monetaria del Banco de Inglaterra ha mantenido el tipo de interés oficial al que se remuneran las reservas de las entidades de crédito en el 0,5%. Asimismo, el Comité ha seguido votando 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 conjunto, la situación económica ha seguido mejorando en el segundo trimestre en los otros países de la UE no pertenecientes a la zona del euro, mientras que la evolución de la inflación ha sido heterogénea. El PIB real creció un 1,7% y un 1,9%, en tasa intertrimestral, en el segundo trimestre de 2010 en Dinamarca y Suecia, respectivamente, de lo que se deduce que la recuperación ha cobrado impulso en ambos países. En Dinamarca, la inflación medida por el IAPC se ha mantenido estable en los últimos meses en torno a un 2%, mientras que se ha ido reduciendo en Suecia. En agosto de 2010, la inflación interanual medida por el IAPC ascendía al 2,3% en Dinamarca y al 1,1% en Suecia.

En general, en los países más grandes de la UE de Europa central y oriental continúa la recuperación, aunque el crecimiento económico ha sido volátil en los últimos trimestres. La demanda externa y la acumulación de existencias siguen siendo los principales factores determinantes de la recuperación. La demanda interna ha seguido siendo bastante moderada, debido a la frágil situación de los mercados de trabajo y de crédito, así como a las restricciones fiscales adoptadas en algunos países. Los indicadores de confianza recientes y los datos de producción industrial y comercio exterior apuntan a que se mantendrá la recuperación, impulsada por la demanda externa, en la mayoría de los países salvo en Rumanía. En agosto de 2010, la inflación se situó en el 1,5% en la República Checa y en el 1,9% en Polonia. En Hungría, se redujo de forma acusada hasta el 3,6% en agosto, en consonancia con el efecto de base relacionado con la subida de impuestos del pasado año. En Rumanía, la inflación osciló ligeramente por encima del 4% en los meses anteriores a julio, para aumentar hasta el 7,6% en agosto tras el reciente incremento del IVA.

ECONOMÍAS EMERGENTES DE ASIA

En las economías emergentes de Asia, la actividad sigue siendo dinámica, si bien se observa una ligera moderación. Los últimos datos disponibles sobre producción industrial y exportaciones muestran tasas de crecimiento ligeramente más bajas en comparación con el segundo trimestre, mientras que la demanda interna privada está contribuyendo cada vez más al crecimiento económico en varios países. Las presiones inflacionistas han sido algo más pronunciadas, debido a la favorable situación económica, pero también como resultado de un repunte de los precios de las materias primas.

En China, la actividad económica siguió siendo, en general, sólida en los meses de verano, a pesar de la gradual retirada de las medidas de estímulo fiscal. En agosto, se registró una recuperación de las tasas de crecimiento interanual, tanto de la inversión como de la producción industrial. También han aumentado los precios al por menor, impulsados por las ventas de vehículos. Los datos de agosto indican un nuevo cambio en la composición de la inversión, que se aleja de las infraestructuras relacionadas con las medidas de estímulo del Gobierno y se orienta hacia el sector privado. Las medidas adoptadas en abril para restringir la actividad en el sector inmobiliario solo han tenido un impacto negativo limitado sobre el crecimiento observado en la construcción y se han complementado con medidas de ajuste adicionales a finales de septiembre. Pese a haber experimentado una desaceleración sostenida, las exportaciones continuaron registrando un sólido crecimiento del 34%, en tasa interanual, en agosto, y el superávit comercial mensual se situó, por cuarto mes consecutivo, en niveles próximos a los observados antes

de la crisis. En los ocho primeros meses de 2010, el superávit comercial acumulado fue de 104,5 mm de dólares estadounidenses, es decir, un 15,4% menor que el registrado en el mismo período del año pasado. La inflación, medida por el IPC, se elevó hasta el 3,5%, en tasa interanual, en agosto (desde el 3,3% de julio), estimulada por una subida de los precios de los alimentos.

AMÉRICA LATINA

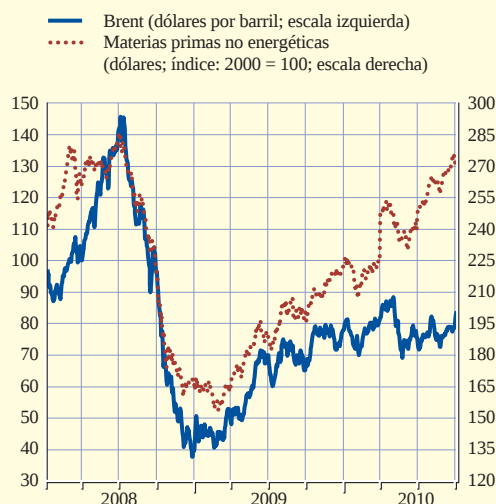
En América Latina, la actividad económica siguió desarrollándose a un ritmo rápido en el segundo trimestre. No obstante, los indicadores recientes de alta frecuencia apuntan a una moderación del crecimiento. Al mismo tiempo, las presiones inflacionistas se han mantenido, en general, estables. En Brasil, el PIB real creció a una tasa interanual del 8,7% en el segundo trimestre de 2010, ligeramente por debajo del 9% registrado en el primer trimestre. Entre tanto, la producción industrial se situó, en julio, un 8,7% por encima de la cifra observada un año antes, frente al 11,1% de junio. En agosto, la inflación medida por los precios de consumo, fue del 4,4% en tasa interanual, prácticamente sin variación con respecto al mes anterior. Argentina también registró sólidos niveles de actividad económica durante el segundo trimestre, con una expansión del PIB real del 9,2% en tasa interanual. Al mismo tiempo, la inflación medida por los precios de consumo siguió registrando tasas interanuales de dos dígitos, situándose en el 11,1% en agosto, prácticamente sin variación con respecto a julio. Por último, en México la producción industrial creció un 6,1% en julio, tras haber aumentado un 8,3% en junio. La inflación, medida por los precios de consumo, prácticamente no experimentó variación en agosto en comparación con julio, registrando una tasa interanual del 3,7%.

1.2 MERCADOS DE MATERIAS PRIMAS

Los precios del petróleo se recuperaron en septiembre y a principios de octubre. El 6 de octubre, el precio del barril de Brent se situaba en 83,9 dólares estadounidenses, es decir, un 5,8% por encima del nivel observado a comienzos del año (véase gráfico 4). De cara al futuro, los participantes en los mercados prevén que los precios del crudo sean más elevados en el medio plazo, y los futuros con entrega en diciembre de 2012 se negocian actualmente en torno a 90 dólares estadounidenses el barril.

Por lo que respecta a las variables fundamentales, la demanda de crudo está creciendo de forma vigorosa en los países no pertenecientes a la OCDE y se está recuperando de forma sostenida en los países de la OCDE, especialmente en Estados Unidos. Las previsiones de la Agencia Internacional de la Energía indican que la demanda mundial de petróleo podría aumentar un 1,5% en 2011. En lo tocante a la oferta, la capacidad de producción de petróleo sigue siendo holgada, debido en parte a los incrementos de la producción en los países no pertenecientes a la OPEP. Aunque los elevados niveles que registran las existencias han atenuado las presiones sobre los precios por el lado de la demanda en los últimos meses, han comenzado a materializarse algunas

Gráfico 4 Evolución de los mercados de materias primas



Fuentes: Bloomberg y HWWI.

señales de agotamiento de las existencias, lo que podría ser indicio de unas condiciones más restrictivas en los mercados en el futuro.

Los precios de las materias primas no energéticas registraron un aumento significativo en septiembre. Los precios de los alimentos siguieron subiendo con fuerza, impulsados especialmente por el maíz y el azúcar. Las subidas de los precios tuvieron su origen en una combinación de varios factores: la solidez de la demanda, la reducción de las existencias, como consecuencia de las desfavorables condiciones meteorológicas y la escasez de oferta. El algodón también ha alcanzado precios récord, debido sobre todo a la fuerte recuperación de la demanda y a la escasez de oferta. Los precios de los metales se han incrementado, impulsados en particular por el aluminio, el estaño y el níquel. En cifras agregadas, el índice de precios de las materias primas no energéticas (denominado en dólares estadounidenses) se situaba, a finales de septiembre, un 20,8% por encima del nivel de comienzos del año.

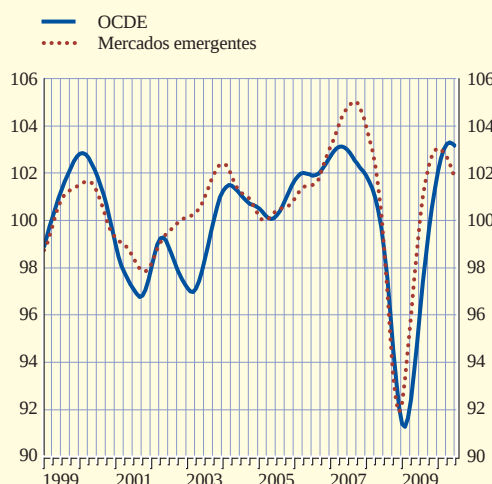
1.3 PERSPECTIVAS DEL ENTORNO EXTERIOR

De cara al futuro, los datos basados en las encuestas e indicadores más recientes sugieren que la recuperación económica global continúa, aunque a un ritmo algo más moderado. En julio, el indicador sintético adelantado de la OCDE registró un ligero retroceso, hasta 103,1, aunque se mantuvo por encima de la media de largo plazo (véase gráfico 5). A juzgar por esta evolución, cabría pensar que la recuperación de la economía mundial podría haber superado ya su máximo en el primer semestre del año en curso. Por otro lado, la menor entrada de nuevos pedidos, como indica el índice PMI correspondiente a septiembre, también sugiere una nueva moderación de la expansión económica mundial en un futuro próximo. El índice PMI global de nuevos pedidos descendió hasta 52,6 en septiembre, desde el 55,2 observado, en promedio, en el segundo trimestre. La desaceleración del crecimiento de las nuevas operaciones se produjo, principalmente, en el sector manufacturero, mientras que en el sector servicios fue menos pronunciada. De hecho, en este sector, el índice de nuevos pedidos de exportación registró un ligero repunte en septiembre en comparación con las cifras de agosto. En el recuadro 2, se presenta un somero análisis de las tendencias del comercio mundial tras la crisis financiera.

En un entorno de incertidumbre, los riesgos para la actividad económica mundial tienden ligeramente a la baja. Por una parte, el comercio mundial podría seguir creciendo con más rapidez de la esperada. Por otra parte, siguen preocupando el recrudecimiento de las tensiones en los mercados financieros, los nuevos aumentos de los precios del petróleo y de otras materias primas y las presiones proteccionistas así como la posibilidad de que se produzca una corrección desordenada 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.

Recuadro 2

TENDENCIAS DEL COMERCIO MUNDIAL TRAS LA CRISIS FINANCIERA

Una característica llamativa de la reciente crisis financiera ha sido el desplome del comercio mundial, que estuvo muy sincronizado en todos los países y regiones¹. Entre el tercer trimestre de 2008 y el segundo de 2009, el comercio mundial en términos reales se redujo aproximadamente un 15% y, por lo tanto, mucho más que el PIB mundial, que cayó alrededor de un 2% en el mismo período (véase gráfico A). Esto se debe en parte al hecho de que el comercio mundial es más cíclico que la actividad económica internacional, porque los componentes del PIB más «intensivos en comercio» —como la inversión privada, el consumo de bienes duraderos y las existencias— experimentan durante el ciclo económico mayores oscilaciones que los bienes y servicios no comerciables. La mayor presencia de cadenas de suministros internacionales observada en los últimos años podría haber ampliado este efecto.

Tras esta importante desaceleración, el comercio mundial registró un fuerte repunte que se inició en el segundo semestre de 2009 y prosiguió hasta bien entrado el primer semestre de 2010 (véase gráfico A). En el segundo trimestre de 2010, el comercio mundial se había recuperado más de un 14% con respecto al mínimo cíclico, aunque seguía manteniéndose ligeramente por debajo del nivel registrado en el tercer trimestre de 2008, antes de que se intensificara la crisis financiera

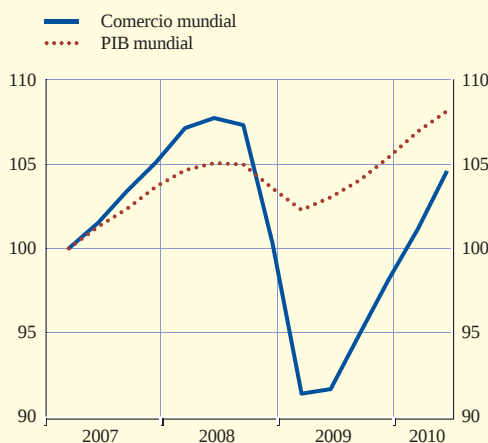
El ritmo de recuperación del comercio mundial parece haberse moderado en el segundo y tercer trimestres de este año. Los datos mensuales del Centraal Planbureau (el departamento de análisis de políticas económicas de los Países Bajos) —que facilita datos puntuales sobre el comercio mundial de bienes— sugieren que el fuerte ritmo de crecimiento del comercio mundial de bienes se ha ralentizado, pasando del 5,4% en el primer trimestre de 2010 al 2,8% en julio (en términos intertrimestrales).

Los datos recientes procedentes de las encuestas apuntan a una nueva desaceleración del crecimiento en el tercer trimestre. La cartera de pedidos exteriores del índice de directores de compras global (PMI global), que está fuertemente correlacionada con la evolución del comercio mundial, ha disminuido de forma constante durante los últimos meses. En septiembre, este componente se situó en 52,1, significativamente por debajo del máximo de 58,5 registrado en abril (véase gráfico B). Al mismo tiempo, se mantuvo por encima del umbral de expansión/contracción de 50, lo que indica que el comercio mundial sigue expandiéndose, aunque a un ritmo más lento que en el primer semestre del año.

La desaparición gradual de varios factores de carácter temporal afecta a la tendencia reciente del comercio mundial y a sus perspectivas a corto pla-

Gráfico A Comercio mundial de bienes y servicios y PIB mundial

(índice: I 2007 = 100; datos trimestrales)



Fuente: BCE.

Nota: La última observación corresponde al segundo trimestre de 2010.

1 Para más información, véase el artículo titulado «Evolución reciente del comercio mundial y de la zona del euro», Boletín Mensual, BCE agosto de 2010.

zo. Durante la crisis financiera, las medidas de estímulo fiscal —sobre todo los planes de sustitución de automóviles— sostuvieron el comercio internacional. Como estas medidas se están eliminando gradualmente y las autoridades se han embarcado en un proceso de consolidación fiscal, los efectos favorables sobre el comercio que habían tenido previamente estas medidas están desapareciendo. Además, la dinámica de las existencias amplificó tanto la desaceleración como el posterior repunte del comercio mundial. No obstante, más recientemente, las existencias se han acercado a niveles acordes con las medias históricas, lo que implica que es probable que en el corto plazo la reposición de existencias tenga un efecto menos pronunciado sobre el comercio mundial. Por último, el vigoroso repunte del comercio internacional puede reflejar, asimismo, una corrección técnica posterior a la caída extremadamente acusada que se observó durante la crisis.

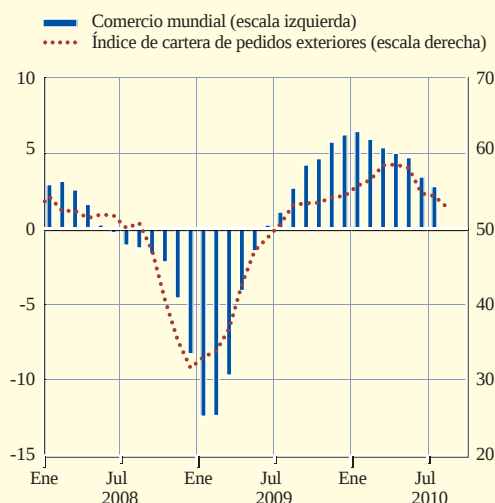
De cara al futuro, cabe la posibilidad de que los niveles del comercio se mantengan durante algún tiempo por debajo de la trayectoria anterior a la crisis. En primer lugar, los sectores intensivos en comercio son sensibles al crédito. Como es improbable que en el futuro próximo los criterios de aprobación del crédito vuelvan a ser los existentes antes de la crisis, no pueden descartarse repercusiones persistentes sobre el nivel de comercio. En segundo lugar, en varias economías avanzadas la demanda de bienes no comerciables ha aumentado ligeramente en relación con la demanda de bienes duraderos, al sanear los consumidores sus balances y, por tanto, tratar de reducir su gasto en bienes de consumo duradero más que su gasto en servicios². Este hecho puede que tenga una incidencia negativa sobre el comercio mundial. Cabe esperar que, en el largo plazo, el crecimiento del comercio mundial siga yendo por delante del aumento de la actividad económica, debido a que las economías emergentes continúan integrándose con rapidez en la economía internacional.

En resumen, la vigorosa recuperación del comercio mundial en los últimos trimestres fue, en parte, una corrección de carácter técnico y está desacelerándose en estos momentos, como indican los últimos datos de las encuestas. Al mismo tiempo, apenas hay evidencia de que la integración del comercio mundial se haya visto obstaculizada por la crisis financiera. Si bien es posible que el endurecimiento de los criterios de aprobación del crédito y la reestructuración de los balances atenúe el crecimiento del comercio durante algún tiempo, en el largo plazo las perspectivas del comercio mundial dependerán, en gran medida, de las perspectivas de la actividad económica internacional y del actual proceso de globalización.

2 Véase también el capítulo 4 titulado «¿Tienen las crisis financieras efectos duraderos sobre el comercio?», *Perspectivas de la Economía Mundial*, FMI, octubre de 2010.

Gráfico B Comercio mundial de bienes y cartera de pedidos exteriores del PMI global

(tasas de variación intertrimestral; índice de difusión)



Fuentes: Centraal Planbureau y Markit.

Nota: La última observación corresponde a septiembre de 2010 en el caso de la cartera de pedidos exteriores del índice de directores de compras (PMI) y a julio de 2010 para el comercio mundial.

2 EVOLUCIÓN MONETARIA Y FINANCIERA

2.1 DINERO Y CRÉDITO DE LAS IFM

La tasa de crecimiento interanual de M3 experimentó un acusado aumento en agosto, aunque continuó en niveles moderados. La tasa de crecimiento interanual de los préstamos de las IFM al sector privado se incrementó de nuevo, si bien también se mantuvo relativamente contenida. Esta evolución tuvo su origen en unos flujos mensuales relativamente elevados que deben valorarse con cautela, habida cuenta de la volatilidad observada recientemente en la dinámica a corto plazo. En conjunto, sigue prevaleciendo la valoración de que la expansión monetaria subyacente es moderada y de que, a medio plazo, las presiones inflacionistas son contenidas. La evolución de los préstamos al sector privado reflejó un ligero crecimiento positivo de los préstamos a los hogares y menos negativo en el caso de los préstamos a las sociedades no financieras. El patrón de crecimiento de los préstamos por sectores es acorde, en general, con regularidades del ciclo económico. Por último, los datos sobre los principales activos de las IFM muestran que el tamaño de los balances de las entidades de crédito siguió aumentando en agosto, principalmente como consecuencia de la mayor acumulación de activos exteriores.

EL AGREGADO MONETARIO AMPLIO M3

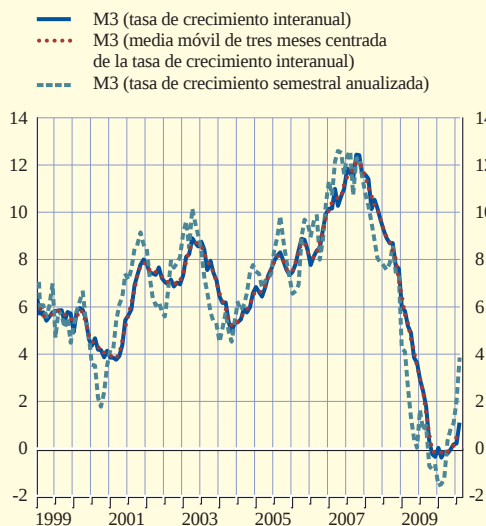
La tasa de crecimiento interanual de M3 aumentó hasta situarse en el 1,1% en agosto, lo que representa un acusado incremento con respecto al 0,2% registrado el mes anterior (véase gráfico 6). El crecimiento intermensual observado, el 0,9%, fue el más pronunciado desde octubre de 2008. Dada la volatilidad que ha caracterizado a la evolución a corto plazo de M3 y a algunos de sus componentes y contrapartidas en los últimos trimestres, queda por ver en qué medida resultará sostenida la evolución más reciente.

La evolución de M3 sigue reflejando dos características de los niveles en los que actualmente se sitúan los tipos de interés. Por un lado, la pendiente de la curva de rendimientos ha seguido siendo pronunciada, aunque su efecto moderador está disminuyendo gradualmente. Dado que este perfil ha prevalecido durante un tiempo, es probable que hayan concluido los desplazamientos a gran escala en la asignación de activos financieros hacia instrumentos no incluidos en M3. Por otro, se han registrado algunos cambios en la remuneración relativa de los depósitos a corto plazo, lo que podría impulsar un nuevo reajuste de los componentes de M3, limitando el crecimiento de M1 y reforzando el de los otros depósitos a corto plazo y el de los instrumentos negociables.

En cuanto a las contrapartidas, el aumento del crecimiento interanual de M3 queda reflejado en un nuevo incremento de la tasa de crecimiento interanual de los préstamos al sector privado. Aunque en agosto se observaron flujos positivos en M3 y en los préstamos, si se analiza más allá de las volatilidades a corto plazo, los datos apuntan a una evolución que todavía es relativamente moderada.

Gráfico 6 Crecimiento de M3

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



Fuente: BCE.

Los datos sobre los principales activos de las IFM en agosto muestran que el tamaño de los balances de las entidades de crédito ha seguido aumentando, debido principalmente a una mayor acumulación de activos exteriores y, en menor medida, también a la concesión de préstamos a instituciones financieras distintas de las IFM.

PRINCIPALES COMPONENTES DE M3

La tasa de crecimiento interanual de M3 continúa ocultando importantes diferencias en los niveles de crecimiento registrados en los distintos componentes, aunque el crecimiento interanual de M1 ha disminuido gradualmente en los últimos trimestres y las tasas de crecimiento de los instrumentos negociables y de los depósitos a corto plazo distintos de los depósitos a la vista han pasado a ser bastante menos negativas.

La tasa de crecimiento interanual de M1 disminuyó de nuevo y se situó en el 7,7% en agosto, desde el 8,1% de julio. Esta evolución fue consecuencia, principalmente, de la caída del crecimiento interanual de los depósitos a la vista. Esto, a su vez, puede deberse al hecho de que el coste de oportunidad de mantener estos depósitos ha estado aumentando gradualmente en los últimos meses, en particular porque se ha observado una tendencia al alza en los tipos de interés a los que se remuneran los depósitos a corto plazo.

La tasa de crecimiento interanual de los depósitos a corto plazo distintos de los depósitos a la vista aumentó hasta situarse en el -4,5% en agosto, desde el -5,9% de julio. Se registraron flujos mensuales positivos en los dos tipos de depósitos a corto plazo (los depósitos a plazo hasta dos años y los depósitos de ahorro con preaviso hasta tres meses). En el caso de los depósitos de ahorro a corto plazo, esto representa una continuación de la evolución observada anteriormente, y es acorde con la remuneración relativamente elevada que han disfrutado en los últimos meses, en comparación con la de otros depósitos a corto plazo. Por lo que respecta a los depósitos a corto plazo, es probable que el flujo mensual positivo de agosto haya reflejado los aumentos recientes de su remuneración.

La tasa de crecimiento interanual de los instrumentos negociables aumentó hasta situarse en el -5,1% en agosto, desde el -8,3% de julio. El hecho de que esta tasa fuera menos negativa se debió a un flujo mensual positivo que estuvo impulsado por las entradas registradas en las participaciones en fondos del mercado monetario por primera vez desde agosto de 2009 (para un análisis más detallado de la evolución reciente de los fondos del mercado monetario de la zona del euro, véase el recuadro 3). Al mismo tiempo, se observaron salidas mensuales en las cesiones temporales y en los valores distintos de acciones a corto plazo (valores distintos de acciones hasta dos años).

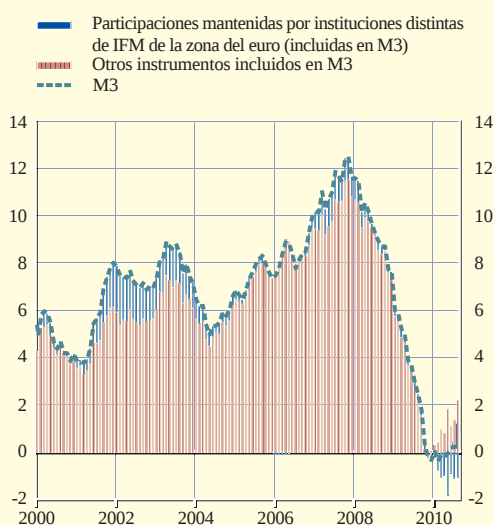
Recuadro 3

EVOLUCIÓN RECIENTE DE LOS FONDOS DEL MERCADO MONETARIO DE LA ZONA DEL EURO

Las participaciones en fondos del mercado monetario se encuentran entre los instrumentos negociables incluidos en el agregado monetario amplio M3. La excepcional serie de reembolsos de estas participaciones llevados a cabo por el sector tenedor de dinero durante el último año y medio ha tenido un impacto considerablemente negativo sobre la tasa de crecimiento interanual de M3 (véase gráfico A). En este recuadro se consideran los sectores y los factores determinantes de estos

Gráfico A Contribución de las participaciones en fondos del mercado monetario al crecimiento de M3 en la zona del euro

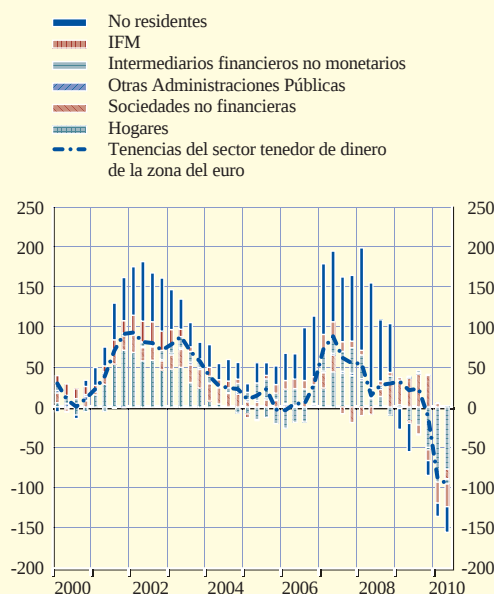
(tasas de variación interanual; puntos porcentuales; datos ajustados de efectos estacionales y de calendario)



Fuente: BCE.

Gráfico B Participaciones en fondos del mercado monetario, por sector tenedor

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



Fuente: Estimaciones del BCE.

reembolsos, y se arroja algo de luz sobre las repercusiones para la financiación de la economía de la zona del euro, en particular para las entidades de crédito y los Gobiernos¹.

Durante el período de turbulencias financieras, los fondos del mercado monetario de la zona del euro tuvieron que afrontar serios obstáculos. En primer lugar, después de que comenzaran las turbulencias en agosto de 2007, aumentó la preocupación de los inversores acerca de la calidad de los activos de estos fondos, reflejo del hecho de que, con anterioridad a ese año, un número reducido de fondos monetarios «de rentabilidad elevada» (*cash-enhanced funds*) había adquirido bonos de titulización de activos para incrementar sus rendimientos por encima de los niveles de referencia en el mercado monetario². En segundo lugar, tras la quiebra de Lehman Brothers en septiembre de 2008, los Gobiernos europeos proporcionaron garantías ampliadas a los depósitos bancarios, lo que pudo hacer que a los inversores consideraran que el riesgo asociado a los fondos del mercado monetario era relativamente «mayor». En tercer lugar, dado que los tipos de interés del mercado monetario cayeron hasta situarse en niveles históricamente bajos en la primavera de 2009, la rentabilidad de las inversiones ha sido limitada y ha inducido a los inversores a reasignar sus fondos.

La respuesta de los sectores tenedores de dinero durante las turbulencias financieras

Las participaciones en fondos del mercado monetario de la zona del euro se encuentran en ma-

1 Para más información sobre las nuevas estadísticas armonizadas del BCE de fondos del mercado monetario de la zona del euro, véase también el recuadro del artículo titulado «Estadísticas armonizadas del BCE de fondos de inversión de la zona del euro y su uso analítico con fines de política monetaria», en el Boletín Mensual de agosto de 2010.

2 De hecho, estos fondos monetarios de rentabilidad elevada no se clasificaron como fondos del mercado monetario según el Reglamento sobre las IFM. Sin embargo, es posible que la distinción entre estos fondos y los fondos del mercado monetario puros no necesariamente esté clara para el público en general. Se está trabajando en una iniciativa a escala de la UE en respuesta a las turbulencias financieras, con el fin de aclarar y endurecer los criterios que deben cumplir los fondos para ser clasificados como fondos del mercado monetario.

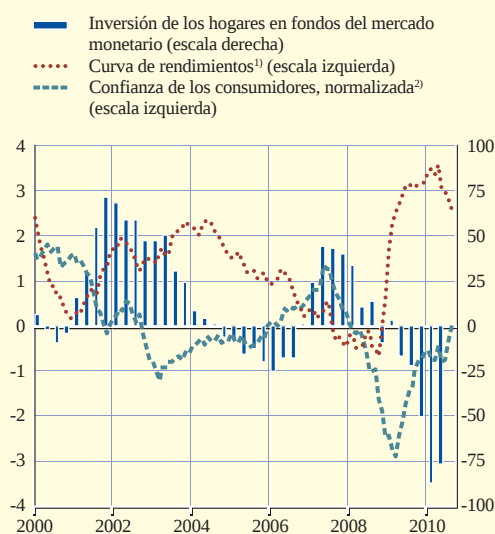
nos tanto de sectores tenedores de dinero residentes (incluidos en M3) como de no residentes en la zona. En el gráfico B se muestra que todos los sectores tenedores contribuyeron a la caída de la inversión en fondos del mercado monetario y a los flujos de salida que eventualmente se registraron en estos fondos en el período de turbulencias financieras. Una excepción parcial la constituyó el sector de sociedades no financieras, que aumentó sus inversiones, en lugar de reducirlas, hasta finales de 2009. En general, la disminución de las entradas anuales en fondos del mercado monetario estuvo dominada por la (des)inversión realizada por los hogares de la zona del euro y por los no residentes en la zona. Los hogares empezaron a recortar su inversión en fondos del mercado monetario desde el inicio de las turbulencias financieras, y después de la quiebra de Lehman Brothers, redujeron sus tenencias por un importe acumulado de unos 95 mm de euros entre el tercer trimestre de 2008 y el segundo trimestre de 2010, lo que explica la mayor parte de las retiradas de fondos del mercado monetario.

En cambio, los no residentes en la zona del euro mantuvieron inicialmente su inversión en fondos del mercado monetario de la zona y parece que, en general, solo empezaron a retirar fondos después de la quiebra de Lehman Brothers (las salidas acumuladas entre el tercer trimestre de 2008 y el segundo trimestre de 2010 ascendieron a 67 mm de euros). El patrón de la inversión de los no residentes no estuvo estrechamente ligado a los acontecimientos de la zona del euro, lo que puede deberse al hecho de que los fondos del mercado monetario mantenidos por no residentes en la zona invierten principalmente en activos exteriores, de modo que las tenencias se ajustan con frecuencia en respuesta a las necesidades de liquidez y a consideraciones relacionadas con la rentabilidad en los países de origen de los no residentes en cuestión³.

La comparación de la evolución reciente de la inversión de los hogares en participaciones en fondos del mercado monetario con la observada en el período anterior en el que se produjo un aumento de la incertidumbre en los mercados financieros, tras el estallido de la burbuja tecnológica entre 2001 y mediados de 2003, pone claramente de manifiesto patrones de inversión diferentes, registrándose cuantiosos flujos de entrada únicamente en el período comprendido entre 2001 y mediados de 2003. Esto es digno de mención por la circunstancia de que ambos períodos comparten importantes características macroeconómicas (véase gráfico C)⁴. En primer lugar, los dos períodos se caracterizaron por un acusado y prolongado deterioro de la confianza de los consumidores, un factor que normalmente daría lugar a un aumento de la inversión en participaciones en fondos del mercado monetario.

Gráfico C Algunos determinantes de las participaciones de los hogares en fondos del mercado monetario

(flujos anuales en mm de euros; puntos porcentuales; datos sin desestacionalizar y sin ajustar de efecto calendario)



Fuentes: Comisión Europea, BCE y estimaciones del BCE.

Notas:

1) La curva de rendimientos se mide en puntos porcentuales como la diferencia entre el rendimiento de la deuda pública a largo plazo de la zona del euro y el tipo de interés a tres meses del mercado monetario.

2) La confianza de los consumidores se ha normalizado por la desviación típica, para el período comprendido entre 1999 y 2010. Se expresa en desviaciones típicas.

3 En conjunto, aproximadamente una quinta parte de los activos (préstamos y valores distintos de acciones) de los fondos del mercado monetario de la zona del euro en poder de residentes y no residentes está denominada en dólares estadounidenses.

4 Véase el artículo titulado «Demanda de dinero e incertidumbre», en el Boletín Mensual de octubre de 2005.

En segundo lugar, en ambos períodos se observó un aumento de la pendiente de la curva de rendimientos que estuvo impulsado, fundamentalmente, por el descenso de los tipos de interés a corto plazo del mercado monetario, un factor que debería frenar la inversión en fondos del mercado monetario. Naturalmente, hubo diferencias en el nivel hasta el que aumentó la pendiente de la curva de rendimientos. Ciertamente, este aumento fue excepcionalmente acusado entre octubre de 2008 y junio de 2009, cuando los tipos de interés del mercado monetario se situaron en mínimos sin precedentes. No obstante, este impacto mayor puede haberse visto mitigado, hasta cierto punto, por el hecho de que la disminución de la confianza de los consumidores entre mediados de 2007 y principios de 2009 fue también más pronunciada que en el período comprendido entre 2001 y mediados de 2003. Por tanto, tomados por sí mismos, estos dos factores no pueden explicar totalmente las diferencias observadas en el patrón de inversión de los hogares en fondos del mercado monetario en estos dos períodos. Es probable que la principal diferencia esté relacionada con la naturaleza de la incertidumbre económica y financiera imperante en cada caso. Tras el estallido de la burbuja tecnológica, la incertidumbre estuvo relacionada principalmente con la evolución de los mercados de renta variable, y los fondos del mercado monetario parecían un vehículo seguro para colocar temporalmente los fondos con vistas a inversiones futuras. En cambio, en el período de turbulencias financieras, la incertidumbre estuvo asociada, en gran parte, con la salud financiera de los propios intermediarios financieros, de forma que el impacto de los niveles de los tipos de interés podría extenderse en mayor medida.

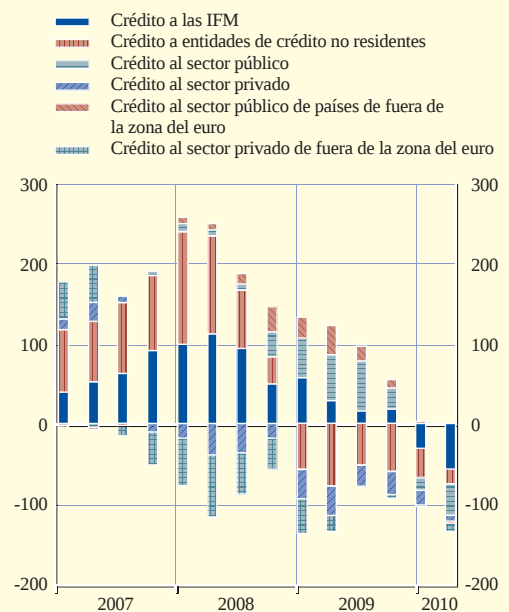
Las repercusiones para la financiación

Dado su carácter de fondos de inversión, los reembolsos de participaciones, en el pasivo, de los fondos del mercado monetario, durante el período de turbulencias financieras, quedan reflejados, en el activo, en reducciones de sus tenencias de activos. Esto causa un impacto sobre la financiación de la economía de la zona del euro. El efecto sobre la financiación directa de los sectores no financieros de la zona del euro es reducido ya que, actualmente, los fondos del mercado monetario mantienen menos del 2% del total de valores distintos de acciones emitidos por estos sectores, de los que aproximadamente tres cuartas partes son valores públicos. En cambio, el impacto sobre la financiación de las entidades de crédito de la zona del euro es más importante, ya que algo más del 7% de los valores distintos de acciones emitidos por este sector se encuentran en manos de los fondos del mercado monetario.

El gráfico D muestra el detalle por sector de contrapartida de los flujos anuales del crédito concedido por estos fondos, que principalmente adopta la forma de adquisiciones de valores distintos de acciones (más que de préstamos). El crédito al sector privado no bancario se ha reducido

Gráfico D Tenencias de activos de los fondos del mercado monetario

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



Fuente: BCE

desde el comienzo de las turbulencias financieras a mediados de 2007, y a partir de principios de 2009, estos fondos comenzaron a recortar significativamente el crédito otorgado a entidades de crédito no residentes. Cuando se inició la crisis de la deuda soberana en la zona del euro, los fondos del mercado monetario también redujeron sus activos frente a los Gobiernos y las IFM de la zona del euro. En el primer semestre de 2010, recortaron el crédito concedido a todos los sectores, reflejando las presiones asociadas a las retiradas de fondos por parte de los inversores.

Conclusiones

La reasignación de las carteras de los hogares desde los fondos del mercado monetario hacia otros depósitos de valor ha contribuido a frenar el crecimiento interanual de M3 desde el final de 2009. Esto se debe al hecho de que, en el entorno actual, la incertidumbre se ha centrado, en gran medida, en el propio sector financiero. Por tanto, la inversión en participaciones en fondos del mercado monetario no ha podido beneficiarse de la elevada incertidumbre económica existente en términos generales, de modo que el impacto de la excepcionalmente acusada pendiente de la curva de rendimientos y del reducido nivel de los tipos de interés a corto plazo pudo hacerse aparente. En agosto de 2010, los fondos del mercado monetario registraron entradas positivas por primera vez en un año, aunque queda por ver el punto hasta el que esta evolución refleja que este instrumento de inversión vuelve a resultar atractivo.

Es probable que las repercusiones de los reembolsos de participaciones en fondos del mercado monetario para la financiación de la economía de la zona del euro sean limitadas. Aunque podrían ser más importantes para las entidades de crédito de la zona del euro, dado que es posible que los fondos del mercado monetario compren menos bonos bancarios, este impacto puede verse atenuado por el hecho de que es posible que los hogares de la zona coloquen en depósitos bancarios parte de los recursos obtenidos con las retiradas de los fondos del mercado monetario.

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, volvió a aumentar en agosto. Esta evolución fue atribuible principalmente a un nuevo incremento de la contribución de los intermediarios financieros no monetarios distintos de las empresas de seguros y los fondos de pensiones, es decir, el sector de otros intermediarios financieros (OIF) y, si bien en mucha menor medida, a la mejora de la contribución de las sociedades no financieras. La contribución de los hogares se mantuvo prácticamente estable. Las tenencias de los OIF siguen explicando la mayor parte del crecimiento interanual de los depósitos de M3. Los depósitos de M3 que mantienen los OIF se han visto impulsados, en gran parte, por el incremento de los volúmenes de cesiones temporales, que en los últimos meses han reflejado fundamentalmente las operaciones interbancarias realizadas en plataformas electrónicas vinculadas a entidades de contrapartida central que se clasifican como pertenecientes al sector de OIF.

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 aumentó hasta situarse en el 2,2% en agosto, desde el 1,8% de julio. Esto oculta un nuevo descenso del crecimiento interanual del crédito otorgado a las Administraciones Públicas, aunque con respecto a un nivel todavía elevado, ya que las IFM redujeron sus adquisiciones de valores del sector público (véase cuadro 1).

Cuadro I 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 Jul	2010 Ago
M1	49,7	12,2	12,3	11,3	10,3	8,1	7,7
Efectivo en circulación	8,3	12,8	7,5	6,2	6,4	6,6	6,7
Depósitos a la vista	41,4	12,0	13,3	12,4	11,1	8,4	7,9
M2 - M1 (= otros depósitos a corto plazo)	38,6	-3,1	-7,6	-8,2	-8,0	-5,9	-4,5
Depósitos a plazo hasta dos años	18,9	-13,1	-22,0	-22,7	-21,5	-17,4	-15,1
Depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses	19,7	12,9	15,8	13,3	10,3	8,3	8,2
M2	88,3	4,5	2,2	1,7	1,4	1,5	2,0
M3 - M2 (= instrumentos negociables)	11,7	-7,6	-11,4	-11,7	-9,7	-8,3	-5,1
M3	100,0	2,7	0,3	-0,2	-0,1	0,2	1,1
Crédito a residentes en la zona del euro		3,7	3,0	1,9	1,7	1,8	2,2
Crédito a las Administraciones Públicas		12,0	14,2	9,9	9,0	7,7	7,4
Préstamos a las Administraciones Públicas		2,6	3,1	3,8	6,7	5,9	6,1
Crédito al sector privado		2,1	0,9	0,3	0,2	0,6	1,0
Préstamos al sector privado		0,4	-0,6	-0,4	0,2	0,8	1,2
Préstamos al sector privado ajustados por ventas y titulizaciones		1,6	0,3	-0,2	0,2	0,8	1,3
Pasivos financieros a más largo plazo (excluidos capital y reservas)		4,8	6,7	5,5	4,4	2,3	1,8

Fuente: BCE.

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

Por otro lado, el crecimiento interanual del crédito concedido al sector privado aumentó de nuevo, impulsado fundamentalmente por los préstamos (el principal componente del crédito a este sector), pero también por el incremento de las adquisiciones de valores emitidos por el citado sector. El crecimiento interanual de los préstamos al sector privado ha estado aumentando desde principios de año (situándose en el 1,2% en agosto, desde el 0,8% de julio), pero a tasas que todavía son relativamente moderadas. Al igual que en meses anteriores, el impacto de la titulización sobre el crecimiento de los préstamos al sector privado siguió siendo insignificante en agosto.

El crecimiento interanual de los préstamos al sector privado continúa ocultando diferencias entre los distintos subsectores. La tasa de crecimiento interanual de los préstamos a las sociedades no financieras se mantuvo en niveles negativos en agosto (en el -1,1%), aunque de nuevo algo menos que en el mes anterior (véase cuadro 2). Esto se debe a que en agosto se registraron flujos mensuales positivos, que fueron prácticamente generalizados en todos los tramos de vencimiento. En cuanto a los préstamos a los hogares, la tasa de crecimiento interanual se incrementó ligeramente (hasta situarse en el 2,9% en agosto). El crecimiento interanual positivo de los préstamos a los hogares sigue reflejando, fundamentalmente, la evolución de los préstamos para adquisición de vivienda, mientras que el crédito al consumo continuó disminuyendo en términos interanuales.

En general, la evolución observada recientemente en los préstamos al sector privado confirma que es acorde, en general, con las regularidades del ciclo económico. Estas regularidades indican que el punto de inflexión del crecimiento de los préstamos a los hogares se produce en una fase temprana del ciclo económico, mientras que el del crecimiento de los préstamos a las sociedades no financieras tiende a presentar un desfase con respecto a dicho ciclo. Provisionalmente, los datos sugieren que es posible que se haya alcanzado un punto de inflexión en los préstamos a las sociedades no financieras. No obstante, dado que también se han registrado flujos positivos aislados de préstamos a las sociedades no financieras en los últimos meses, es demasiado pronto para valorar si los datos de agosto señalan el comienzo de una recuperación sostenida de los préstamos otorgados por las IFM a este sector. Además, una serie de factores, incluido un

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

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.

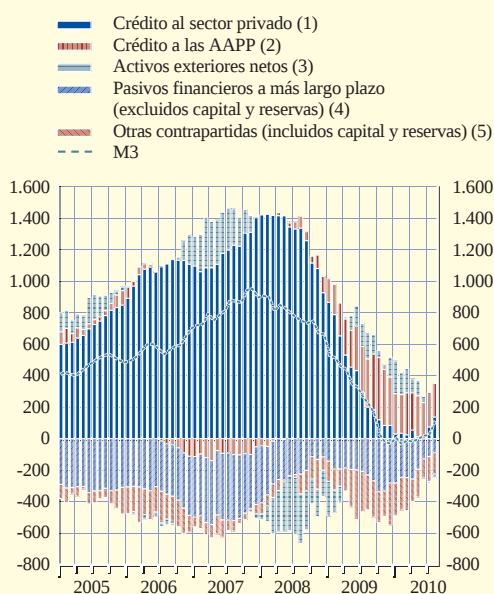
repunte desigual en los distintos países y sectores económicos, así como la posibilidad de que algunas empresas estén recurriendo a la financiación interna o a la financiación en los mercados, podría justificar una recuperación algo más tardía o más moderada del crecimiento interanual de los préstamos otorgados en términos reales a las empresas en el entorno actual.

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 agosto, continuando con la tendencia general a la baja registrada desde octubre de 2009. Este descenso fue atribuible a una evolución similar de los distintos subcomponentes. La caída de la tasa de crecimiento interanual de los depósitos a largo plazo sigue confirmando la valoración de que los anteriores desplazamientos desde M3 hacia estos depósitos, impulsados por la acusada pendiente de la curva de rendimientos, han disminuido en los últimos meses. Por otra parte, la tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones a largo plazo de las IFM en poder del sector tenedor de dinero volvió a reducirse en agosto. Ese mes, la tasa de crecimiento interanual del capital y las reservas cayó hasta el 7,9%, desde el 8,1% de julio.

Por último, en la posición acreedora neta frente al exterior del sector de las IFM se registraron salidas por importe de 23 mm de euros en agosto, en términos interanuales, frente a una salida de 1 mm de euros en julio (véase gráfico 7). Los flujos inte-

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.

ranuales negativos observados en esta posición son reflejo de unos flujos interanuales de la posición acreedora neta frente al exterior todavía negativos y de que, por primera vez desde el final de 2008, los pasivos exteriores registraron flujos interanuales ligeramente positivos. Esto apunta a la normalización gradual de la evolución de los activos y pasivos exteriores, en un contexto de retorno más generalizado a la expansión de los balances de las IFM.

En resumen, las tasas de crecimiento interanual de M3 y de los préstamos al sector privado aumentaron en agosto, si bien permanecieron en niveles relativamente reducidos. Aunque el impacto moderador sobre el crecimiento de M3 de la acusada pendiente de la curva de rendimientos está disminuyendo gradualmente, esta evolución sigue dando a entender que es probable que el crecimiento monetario subyacente sea mayor que el crecimiento efectivo de M3. En general, sigue siendo válida la valoración de que el ritmo de expansión monetaria subyacente es moderado y de que, a medio plazo, las presiones inflacionistas derivadas de la evolución monetaria son contenidas.

2.2 EMISIONES DE VALORES

La tasa de crecimiento interanual de la emisión de valores distintos de acciones siguió moderándose en julio de 2010, mes en que se situó en el 3,4%. Los datos sobre la emisión por sectores ponen de manifiesto que esta evolución fue generalizada en los distintos sectores, excepto en las Administraciones Públicas. Al mismo tiempo, la tasa de crecimiento interanual de la emisión de acciones cotizadas se mantuvo prácticamente invariable, en un nivel reducido.

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 julio de 2010 se situó en el 3,4%, desde el 3,7% del mes anterior (véase cuadro 3). La emisión de este tipo de valores, tanto a corto como a largo plazo, continuó la tendencia a la baja que comenzó en 2009. La tasa de crecimiento interanual de la emisión de valores distintos de acciones a largo plazo disminuyó hasta el 4,9% en julio, mientras que la de la emisión de va-

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	2010	2010	2010	2010
	2010 Julio	III	IV	I	II	Junio	Julio
Valores distintos de acciones:	15.730	11,3	10,0	6,6	4,8	3,7	3,4
IFM	5.431	4,0	2,9	1,6	0,6	-0,4	-0,8
Instituciones financieras no monetarias	3.233	26,0	20,0	8,1	3,5	1,9	0,7
Sociedades no financieras	867	13,5	16,4	14,7	15,1	12,5	10,4
Administraciones Públicas	6.199	13,5	12,7	9,9	8,3	7,6	7,9
De las cuales:							
Administración Central	5.773	13,7	12,9	9,9	8,1	7,2	7,4
Otras Administraciones Públicas	426	9,6	10,5	10,5	11,4	13,7	15,2
Acciones cotizadas:	4.269	2,7	2,8	2,9	2,5	1,9	1,8
IFM	524	9,3	8,8	8,2	6,6	5,7	5,1
Instituciones financieras no monetarias	332	3,9	2,7	5,4	5,2	4,3	4,5
Sociedades no financieras	3.414	1,6	1,9	1,9	1,5	1,0	0,9

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».

lores a corto plazo cayó hasta el -8% . La tasa de crecimiento semestral anualizada y desestacionalizada de la emisión de valores distintos de acciones, que capta mejor las tendencias a corto plazo, siguió su trayectoria descendente en julio, principalmente como consecuencia de unas emisiones más negativas, en términos netos, por parte de las IFM (véase gráfico 8). No obstante, si se utiliza la misma medida, la emisión de este tipo de valores por parte de las sociedades no financieras dejó de disminuir y se mantuvo prácticamente invariable, mientras que el crecimiento de la emisión de las Administraciones Públicas se recuperó.

En los últimos meses, las actividades de refinanciación a tipo de interés fijo han disminuido, aunque han seguido siendo intensas, en términos interanuales, en el segmento de valores distintos de acciones a largo plazo, mientras que la emisión de valores a corto plazo ha seguido descendiendo. La tasa de crecimiento interanual de la emisión de valores distintos de acciones a largo plazo a tipo de interés fijo ha caído hasta situarse por debajo del 8% . Al mismo tiempo, la tasa de crecimiento interanual de la emisión de valores a largo plazo a tipo de interés variable se ha mantenido prácticamente estable, en torno al -1% .

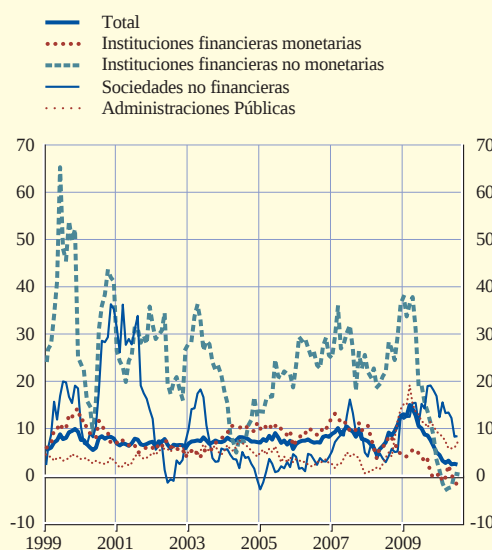
Desde la perspectiva de los sectores, la moderación observada en el ritmo de emisión de valores distintos de acciones en los últimos meses parece haber sido generalizada, excepto en el caso del sector público, en el que el crecimiento de las emisiones se ha estabilizado. La tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por las sociedades no financieras de la zona del euro ha disminuido considerablemente desde abril, aunque se mantiene elevada en términos históricos. En comparación con junio, la tasa de crecimiento interanual de la emisión de este tipo de valores por parte de las sociedades no financieras se redujo unos 2 puntos porcentuales, hasta el $10,4\%$. En particular, la emisión neta de valores distintos de acciones a largo plazo y a tipo de interés fijo experimentó un acusado descenso en julio.

Pese a la intensificación de las tensiones en relación con el riesgo soberano, el endeudamiento del sector público ha aumentado sensiblemente en algunos países. En consecuencia, la tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por las Administraciones Públicas se estabilizó en el $7,9\%$ en julio. El intenso ritmo de crecimiento de la emisión de este tipo de valores refleja la persistencia de unas necesidades de financiación considerables de los sectores públicos de la zona del euro.

En cuanto al sector financiero, la tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por las IFM cayó hasta situarse en el $-0,8\%$, en julio, desde el $-0,4\%$ del mes anterior. La persistencia de las tensiones asociadas al riesgo soberano ha incidido 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 ha sido negativa desde mayo, y la financiación mediante valores de renta fija por el sector de las IFM se redujo en el período de tres meses comprendido hasta julio. La tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por las instituciones financieras no monetarias se mantuvo ligeramente positiva en julio, en el $0,7\%$, frente al $1,9\%$ del mes precedente.

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.

ACCIONES COTIZADAS

La tasa de crecimiento interanual de las acciones cotizadas emitidas por residentes en la zona del euro permaneció prácticamente invariable, en el 1,8%, en julio de 2010 (véase gráfico 9). Continuando con la moderación observada con respecto al máximo alcanzado en 2009, la tasa de crecimiento interanual de la emisión de acciones por las IFM se mantuvo bastante por encima de su media histórica (el 5,1% en julio). 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 prácticamente no se modificó y fue del 0,9%. La reducida emisión de acciones debe considerarse en un contexto de coste elevado de la financiación mediante este tipo de valores, que después del aumento registrado en mayo ha permanecido próxima a niveles históricamente altos.

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.

2.3 TIPOS DE INTERÉS DEL MERCADO MONETARIO

Los tipos de interés del mercado monetario se mantuvieron estables, en general, en septiembre de 2010. Tras registrar un desplazamiento al alza el 30 de septiembre, alcanzaron en niveles ligeramente más elevados a principios de octubre, debido fundamentalmente al vencimiento paralelo de tres operaciones de financiación a plazo más largo a final de septiembre. La volatilidad del EONIA ha aumentado desde el vencimiento de la operación de financiación a un año el 1 de julio de 2010. 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 durante el noveno período de mantenimiento de 2010, en comparación con el observado en el período anterior, que finalizó el 7 de septiembre.

En septiembre de 2010, los tipos de interés del mercado monetario sin garantías se mantuvieron estables, en términos generales. El 6 de octubre, los tipos EURIBOR a un mes, a tres meses, a seis meses y a doce meses se situaban en el 0,74%, el 0,96%, el 1,19% y el 1,47%, respectivamente es decir, unos 11, 7, 6 y 5 puntos básicos por encima de los niveles registrados el 1 de septiembre. 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 6 puntos básicos en ese período, y el 6 de octubre era de unos 73 puntos básicos (véase gráfico 10).

Entre el 1 de septiembre y el 6 de octubre, los tipos de interés del mercado monetario obtenidos del índice de los swaps del EONIA a tres meses aumentaron más que el tipo sin garantías correspondiente. El tipo swap del EONIA a tres meses se situó en el 0,71% el 6 de octubre, unos 21 puntos básicos por encima del nivel observado el 1 de septiembre. En consecuencia, el diferencial entre este tipo de interés del mercado monetario y el EURIBOR sin garantías correspondiente se redujo hasta situarse en 25 puntos básicos el 6 de octubre, 14 puntos básicos por debajo del vigente el 1 de septiembre, aunque se

mantuvo relativamente elevado en comparación con los niveles registrados antes del comienzo de las turbulencias en los mercados financieros en agosto de 2007.

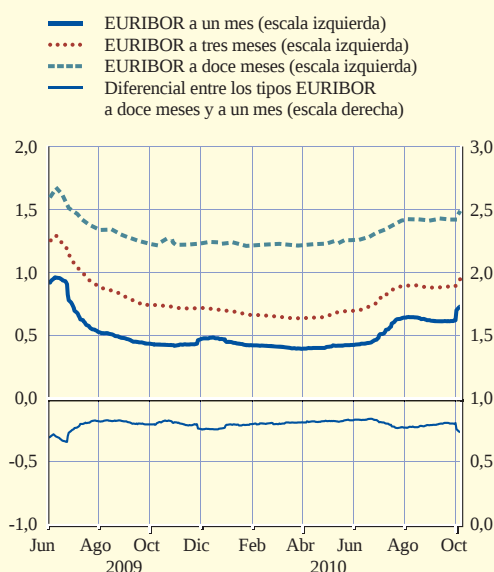
El 6 de octubre, los tipos de interés implícitos en los precios de los futuros del EURIBOR a tres meses con vencimiento en diciembre de 2010 y marzo, junio y septiembre de 2011 se situaron en el 1,05%, el 1,12%, el 1,18% y el 1,22%, respectivamente, lo que representa unos aumentos de unos 13, 15, 17 y 16 puntos básicos, respectivamente, con respecto a los niveles observados el 1 de septiembre.

La volatilidad del EONIA ha aumentado desde el vencimiento de la operación de financiación a plazo más largo (OFPML) a un año, el 1 de julio de 2010. Durante el período de mantenimiento que comenzó el 8 de septiembre de 2010, el EONIA permaneció prácticamente estable, en torno a un nivel del 0,44%, hasta el final de septiembre. El 30 de ese mes aumentó hasta situarse en el 0,878%, antes de estabilizarse en niveles en torno al 0,7% a principios de octubre (véase gráfico 11). El desplazamiento al alza del EONIA es consecuencia, principalmente, de la disminución del exceso de liquidez tras el vencimiento de tres OFPML por un importe total de 225 mm de euros el 30 de septiembre (una OFPML a tres meses, otra a seis meses y otra a doce meses). De este importe total solo se renovaron unos 133 mm de euros (29,4 mm de euros en una operación de ajuste, y 104 mm de euros en la OFPML a tres meses). Esta evolución hizo que el exceso de liquidez descendiera, en promedio, aproximadamente 75 mm de euros, lo que llevó al nivel actual de unos 25 mm de euros. Este aumento del EONIA se transmitió a las expectativas relacionadas con este índice.

En las operaciones principales de financiación realizadas los días 7, 14, 21 y 28 de septiembre y 5 de octubre, el BCE adjudicó 153,6 mm de euros, 151,6 mm de euros, 153,8 mm de euros, 166,4 mm de euros y 97 mm de euros, respectivamente. En cuanto a las operaciones a plazo más largo, el BCE adju-

Gráfico 10 Tipos de interés del mercado monetario

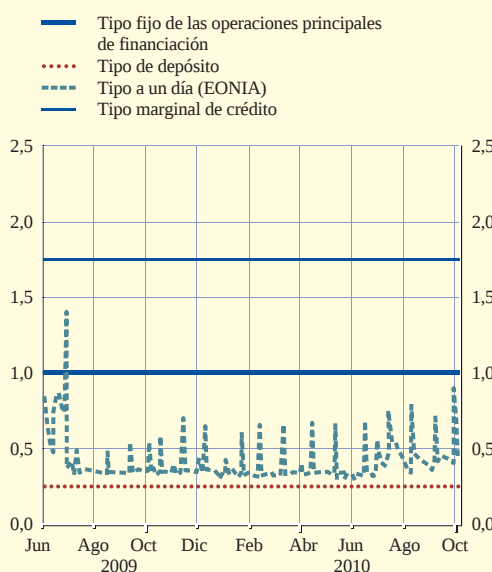
(porcentaje; diferencial en puntos porcentuales; datos diarios)



Fuentes: BCE y Reuters.

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

(porcentaje; datos diarios)



Fuentes: BCE y Reuters.

dicó dos OFPML en septiembre aplicando un procedimiento de subasta a tipo de interés fijo con adjudicación plena en ambas operaciones: una operación a un mes el 7 de septiembre (en la que se adjudicaron 37,9 mm de euros) y una operación a tres meses el 29 de septiembre (en la que se adjudicaron 104 mm de euros). Por otra parte, el BCE llevó a cabo cinco 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 7, 14, 21 y 28 de septiembre y 5 de octubre. En la última de estas operaciones, el BCE absorbió 63,5 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 1 de octubre de 2010, inclusive.

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 hasta situarse en 64 mm de euros en el período comprendido entre el 8 de septiembre y el 5 de octubre, un importe no muy inferior a los 83,7 mm de euros registrados en el período de mantenimiento anterior, que finalizó el 7 de septiembre.

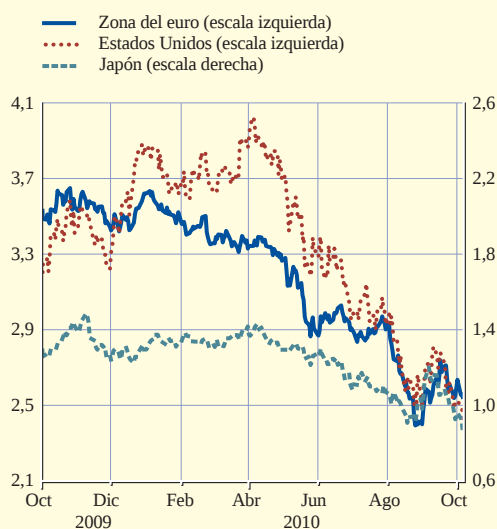
2.4 MERCADOS DE RENTA FIJA

En el transcurso de septiembre y a comienzos de octubre de 2010, el rendimiento de la deuda pública a largo plazo con calificación crediticia AAA de la zona del euro se elevó ligeramente, mientras que en Estados Unidos el rendimiento de los bonos a largo plazo disminuyó levemente. En la zona del euro, los diferenciales de rendimiento de la deuda soberana no experimentaron prácticamente cambios para la mayor parte de los países, aunque se estrecharon de forma significativa para Grecia (tras alcanzar un nuevo máximo a principios de septiembre), y se ampliaron considerablemente para Irlanda y Portugal. El rendimiento real de la deuda pública a largo plazo de la zona del euro aumentó ligeramente, si bien se sitúa actualmente en niveles históricamente muy reducidos. Las tasas de inflación implícitas a largo plazo volvieron a bajar. La volatilidad implícita de los mercados de renta fija se mantuvo en niveles algo elevados a ambos lados del Atlántico.

Entre finales de agosto y el 6 de octubre, el rendimiento de la deuda pública a largo plazo con calificación crediticia AAA de la zona del euro aumentó 15 puntos básicos, mientras que en Estados Unidos el rendimiento de los bonos a largo plazo disminuyó 5 puntos básicos. El 6 de octubre, el rendimiento de la deuda pública a diez años se situó en el 2,5% en la zona del euro y en el 2,4% en Estados Unidos (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 tornó negativo, descendiendo desde 10 puntos básicos a finales de agosto hasta cerca de -10 puntos básicos el 6 de octubre. En Japón, el rendimiento de la deuda pública a diez años se redujo ligeramente, hasta si-

Gráfico 12 Rendimiento de la deuda pública a largo plazo

(porcentaje; datos diarios)



Fuentes: Bloomberg y Reuters.

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

tuarse en un nuevo mínimo histórico, el 0,8%, a principios de octubre. La volatilidad implícita de los mercados de renta fija se mantuvo, a ambos lados del Atlántico, en cotas cercanas a los niveles alcanzados en el mes de agosto.

El rendimiento de los bonos estadounidenses a largo plazo aumentó en la primera mitad de septiembre, tras la publicación de datos macroeconómicos generalmente positivos. Sin embargo, al anunciar el Comité de Operaciones de Mercado Abierto de la Reserva Federal que el tipo de interés de los fondos federales se mantendría probablemente en niveles excepcionalmente reducidos durante un largo período de tiempo, el rendimiento de los bonos estadounidenses a diez años cayó en torno a 20 puntos básicos hacia finales de septiembre. Parte de este descenso puede deberse también a las expectativas de los participantes en el mercado de que se adopten nuevas medidas cuantitativas de relajación. Al mismo tiempo, la incertidumbre de los inversores en torno al momento y la naturaleza de estas medidas contribuyó posiblemente a mantener un nivel de volatilidad un tanto elevado en los mercados de renta fija.

El rendimiento de la deuda pública a largo plazo con calificación crediticia AAA de la zona del euro reflejó, en general, la evolución del rendimiento de los bonos estadounidenses, aunque registró, en conjunto, un aumento al final del período analizado, tras la publicación de datos económicos bastante positivos. Mientras que los diferenciales de rendimiento de la deuda pública a diez años de la mayor parte de los países de la zona del euro frente a Alemania prácticamente no experimentaron variación, en el caso de la deuda pública griega el diferencial volvió a ampliarse, hasta superar, a principios de septiembre, los 950 puntos básicos, un nivel próximo al observado a comienzos de mayo. Sin embargo, este diferencial de rendimiento con respecto a los bonos alemanes disminuyó notablemente, en 190 puntos básicos, en las semanas siguientes. Los diferenciales de rendimiento de la deuda pública irlandesa y portuguesa se ampliaron en 50 y 60 puntos básicos, respectivamente, en el período considerado. En el caso de Portugal, el principal factor determinante de esta evolución fue, probablemente, la inquietud de los inversores respecto a la recuperación económica del país, en vista de los elevados costes de financiación de su deuda soberana. En el caso de Irlanda, la preocupación de los participantes en el mercado de renta fija se centró en la carga fiscal derivada de la necesidad de recapitalizar el sistema bancario.

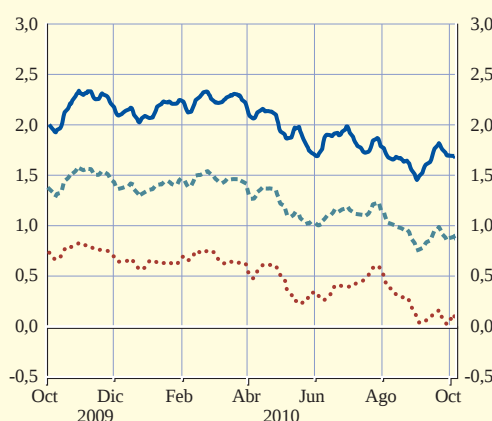
El rendimiento de los bonos a diez años indicados con la inflación de la zona del euro aumentó en general 10 puntos básicos entre finales de agosto y el 6 de octubre, mientras que el rendimiento real a cinco años apenas registró variaciones. El 6 de octubre, el rendimiento real *spot* a cinco y diez años se situó en torno al 0% y el 0,8%, respectivamente, en niveles muy cercanos a sus mínimos históricos (véase gráfico 13).

Entre finales de agosto y el 6 de octubre, la combinación de los aumentos de los rendimientos a largo plazo nominal y real tuvo como resultado una elevación de 15 puntos básicos de las tasas de

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

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

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



Fuentes: Reuters y cálculos del BCE.

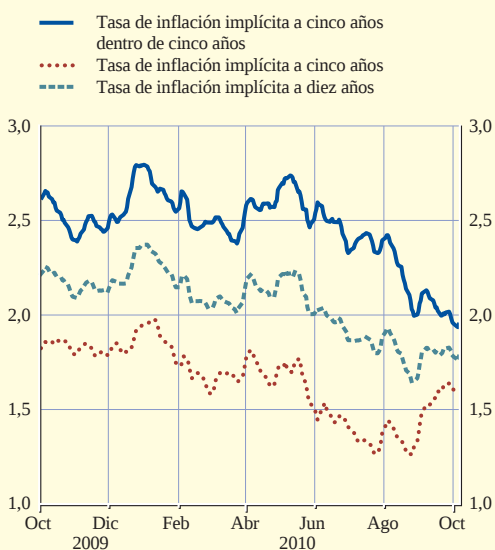
inflación implícitas *spot* a cinco años, mientras que las tasas a diez años aumentaron 5 puntos básicos, situándose, el 6 de octubre, en el 1,6% y el 1,8%, respectivamente. En consecuencia, las tasas de inflación implícitas *forward* a cinco años dentro de cinco años disminuyeron ligeramente, en torno a 5 puntos básicos, hasta situarse alrededor del 2% (véase gráfico 14). La diferencia entre las tasas de inflación implícitas obtenidas de los bonos y las obtenidas de los *swaps* se situó en niveles moderados durante el período examinado. A principios de octubre, ambas medidas señalaban niveles muy similares de las expectativas de inflación a largo plazo y de las correspondientes primas de riesgo.

La evolución de la estructura temporal de los tipos *forward* a corto plazo de la zona del euro muestra que el comportamiento general del rendimiento de la deuda pública a largo plazo de la zona puede descomponerse entre las variaciones de las expectativas de tipos de interés (y de las correspondientes primas de riesgo) a distintos plazos (véase gráfico 15). Se observa que el incremento del rendimiento de la deuda pública a largo plazo es resultado de una ligera revisión al alza de las expectativas de tipos de interés a corto plazo y de las correspondientes primas de riesgo en todos los plazos, pero particularmente en torno a los horizontes de uno y dos años.

Los diferenciales de renta fija privada de alta calidad se mantuvieron prácticamente sin cambios en relación con los niveles de finales de agosto, mientras que los de la deuda de baja calidad de los sectores financiero y no financiero, así como los de la deuda de alta rentabilidad, disminuyeron en alguna medida. En general, los niveles de los diferenciales registrados actualmente en todos los sectores

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

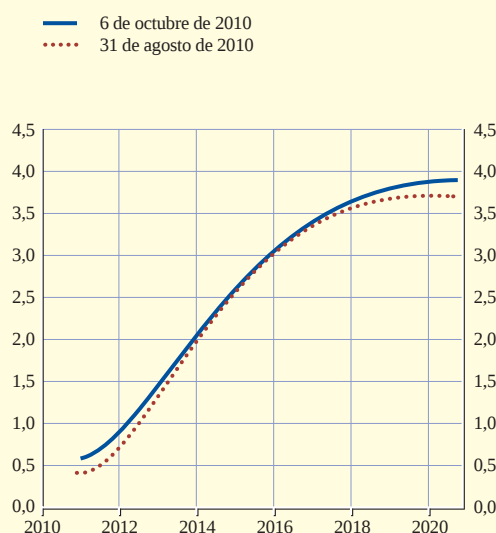
(porcentaje; medias móviles de cinco días de datos diarios; datos desestacionalizados)



Fuentes: Reuters y cálculos del BCE.

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

(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.

y calificaciones crediticias han descendido notablemente con respecto a los máximos alcanzados a principios de 2009, aunque se mantienen ligeramente por encima de los valores observados antes de la crisis.

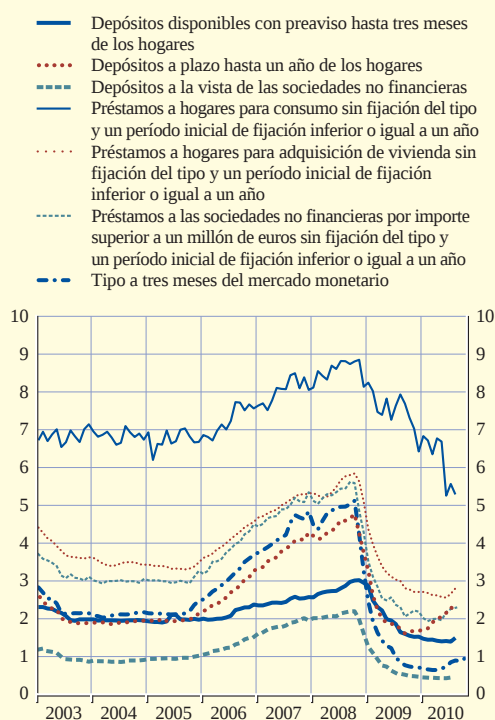
2.5 TIPOS DE INTERÉS DE LOS PRÉSTAMOS Y DE LOS DEPÓSITOS

En agosto de 2010, la mayor parte de los tipos de interés aplicados a los préstamos otorgados por las IFM continuó aumentando con respecto a los niveles históricamente bajos observados, tanto en el caso de los hogares como en el de las sociedades no financieras, así como para la mayoría de los plazos de vencimiento. Los incrementos de los tipos a corto plazo aplicados a los préstamos reflejan, en parte, aumentos simultáneos de los tipos de interés de mercado. La transmisión de las anteriores reducciones de los tipos de interés oficiales del BCE a los clientes bancarios parece estar próxima a concluir.

En agosto 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 experimentó un descenso. En cambio, la mayor parte de los tipos a corto plazo aplicados a los préstamos otorgados a los hogares y a las sociedades no financieras registró un alza (véase gráfico 16). Más concretamente, los tipos de interés a corto plazo de los préstamos a hogares para adquisición de vivienda aumentaron 15 puntos básicos, hasta el 2,8%, el primer aumento durante dos meses consecutivos desde octubre de 2008. Los tipos de interés medios de los descubiertos en cuenta de los hogares retrocedieron ligeramente, hasta el 8,7%, mientras que los tipos de interés a corto plazo aplicados al crédito al consumo, que son más volátiles, descendieron 28 puntos básicos, hasta el 5,3%, anulando el aumento registrado el mes anterior. En el caso de las sociedades no financieras, tanto los tipos a corto plazo aplicados a los préstamos por importe reducido (es decir, inferior a un millón de euros) como los aplicados a los préstamos por importe elevado (es decir, superior a un millón de euros) continuaron aumentando y se situaron en el 3,4% y el 2,3%, respectivamente. Los tipos de interés aplicados a los descubiertos en cuenta también se elevaron ligeramente, hasta el 3,8%. Desde que el EURIBOR se incrementara 5 puntos básicos en agosto de 2010, los diferenciales entre los tipos de interés a corto plazo aplicados por las IFM a los préstamos a hogares para adquisición de vivienda y el tipo de interés a tres meses del mercado monetario se han ampliado, mientras que el diferencial frente a los tipos apli-

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

(porcentaje; tipos de interés de las nuevas operaciones)



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).

cados a los préstamos otorgados a las sociedades no financieras se ha mantenido prácticamente invariable (véase gráfico 17).

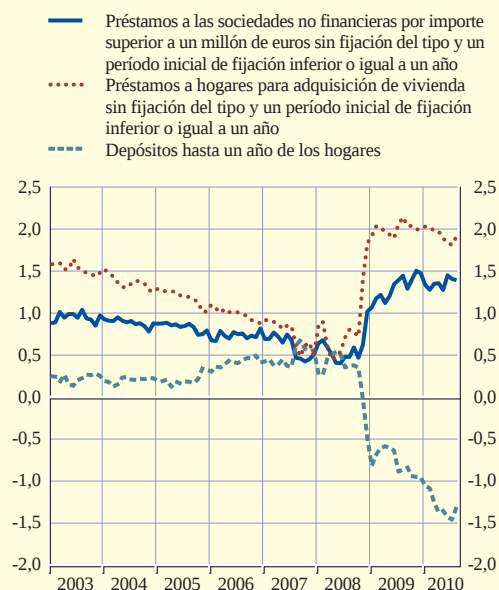
Si se adopta una perspectiva a más largo plazo, entre septiembre de 2008 (es decir, justo antes del comienzo del ciclo de relajación de la política monetaria) y agosto de 2010, los tipos de interés a corto plazo aplicados tanto a los préstamos a hogares para adquisición de vivienda como a los concedidos a las sociedades no financieras han disminuido 299 y 324 puntos básicos, respectivamente, frente a un descenso de 412 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 de crédito a los préstamos ha sido significativa. El repunte de los tipos de interés de mercado en julio y agosto quedó reflejado en un aumento de los tipos a corto plazo aplicados a los préstamos otorgados a los hogares y a las sociedades no financieras, lo que proporciona una señal de que es posible que la transmisión de las anteriores reducciones de los tipos de interés oficiales del BCE haya concluido.

En cuanto a los vencimientos a más largo plazo, los tipos de interés aplicados por las IFM a los depósitos a largo plazo experimentaron un ligero descenso en agosto de 2010, mientras que los correspondientes a los préstamos a largo plazo concedidos a las sociedades no financieras aumentaron y los aplicados a los préstamos para adquisición de vivienda se mantuvieron prácticamente invariables (véase gráfico 18). Más concretamente, los tipos de interés de los préstamos a hogares para adquisición de vivienda con período inicial de fijación del tipo de más de cinco años y hasta diez años, así como los de los préstamos para adquisición de vivienda con período inicial de fijación del tipo de más de diez años, dejaron de descender y se situaron en el 3,9% y el 3,8%, respectivamente. Los tipos de interés medios aplicados a los préstamos por importe reducido concedidos a las sociedades no financieras con período inicial de fijación de más de un año y hasta cinco años, y aquellos con período inicial de fijación de más de cinco años, cayeron unos 10 puntos básicos, hasta el 4,2% y el 3,8%, respectivamente. Los tipos medios aplicados a los préstamos por importe elevado registraron un ascenso de 8 puntos básicos, hasta el 2,9% para los préstamos con período inicial de fijación de más de un año y hasta cinco años, y de 45 puntos básicos, hasta el 3,6%, 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 otorgados a las sociedades no financieras de manera más o menos acorde con el descenso registrado en los rendimientos de la deuda pública a largo plazo con calificación AAA. 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, refle-

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

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



Fuente: BCE.

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

jando una transmisión menos completa y más lenta en el caso de los hogares, pero posiblemente también una mayor preocupación acerca del riesgo de crédito en algunas partes de la zona del euro. Desde abril de 2010, los tipos de interés a largo plazo han continuado disminuyendo en el caso de los préstamos a hogares, aunque mucho menos que los rendimientos de la deuda pública a largo plazo con calificación AAA, cuyo descenso ha estado impulsado, en gran medida, por la búsqueda de activos más seguros. No obstante, en lo que respecta a las sociedades no financieras, los tipos de interés a largo plazo de los préstamos han seguido una tendencia al alza en los últimos meses.

La evolución reciente de los tipos de interés bancarios ha hecho que los diferenciales entre los tipos de interés de los préstamos y de los depósitos hayan aumentado en el caso de los nuevos préstamos, mientras que los diferenciales basados en los saldos vivos han experimentado una recuperación con respecto a los registrados en los primeros meses de 2009. El incremento de los márgenes contribuirá a la mejora de la rentabilidad de las entidades de crédito de la zona del euro, que lleva repuntando desde el segundo semestre de 2009.

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

(porcentaje; tipos de interés de las nuevas operaciones)



Fuente: BCE.

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

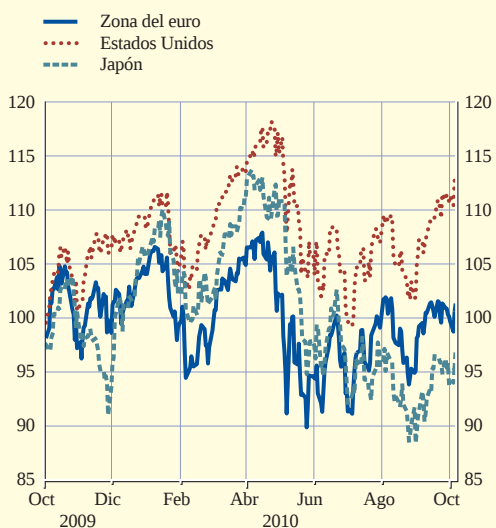
2.6 MERCADOS DE RENTA VARIABLE

Entre finales de agosto y el 6 de octubre, los precios de las acciones aumentaron en la zona del euro y en Estados Unidos un 7% y un 11%, respectivamente, tras la publicación de datos económicos generalmente positivos a ambos lados del Atlántico. Al mismo tiempo, la incertidumbre respecto al ritmo de recuperación de la economía estadounidense y la renovada inquietud acerca de las tensiones registradas en los mercados de deuda soberana de la zona del euro pueden haber influido negativamente en el sentimiento de los inversores. En general, la incertidumbre de los mercados de renta variable, medida por la volatilidad implícita, solo disminuyó ligeramente. Los beneficios de las empresas cotizadas de la zona del euro experimentaron un sólido crecimiento en casi todos los sectores.

En el transcurso del mes de septiembre y a principios de octubre, los precios de las acciones se elevaron de forma acusada en los mercados internacionales. Entre finales de agosto y el 6 de octubre, las cotizaciones bursátiles de la zona del euro, medidas por el índice Dow Jones EURO STOXX amplio, subieron un 7%, mientras que las de Estados Unidos, medidas por el índice Standard & Poor's 500, aumentaron un 11%, y las de Japón, medidas por el índice Nikkei 225, ganaron un 10% (véase gráfico 19). La incertidumbre a corto plazo de los mercados de renta variable, medida por la volatilidad implícita obtenida de las opciones sobre acciones, disminuyó ligeramente a escala internacional (véase gráfico 20).

Gráfico 19 Índices bursátiles

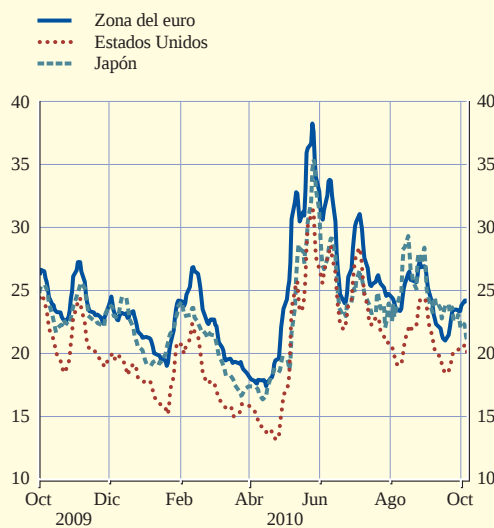
(índice: 1 de octubre de 2009 = 100; datos diarios)



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.

Gráfico 20 Volatilidad implícita de los mercados de renta variable

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



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

Durante el período considerado, los índices bursátiles registraron mayores subidas en el sector no financiero que en el sector bancario, tanto en la zona del euro como en Estados Unidos.

A ambos lados del Atlántico, las cotizaciones bursátiles subieron en un contexto de datos económicos generalmente positivos. En la zona del euro, varios indicadores de las encuestas de opinión de empresas y consumidores proporcionaron resultados mejores de lo previsto. Por ejemplo, los analistas financieros recibieron la buena sorpresa de que el índice de clima empresarial IFO había vuelto a subir en septiembre, alcanzando su nivel más alto desde junio de 2007, mientras que el índice de sentimiento económico de la Comisión Europea también subió de nuevo en septiembre. Al mismo tiempo, el descenso del índice de directores de compras en septiembre y la publicación de cifras que mostraban un crecimiento de la producción industrial menor de lo previsto contribuyeron a ejercer ciertas presiones a la baja sobre los precios de las acciones. Además, no puede descartarse que la renovada inquietud acerca de las tensiones registradas en los mercados de deuda soberana de la zona del euro pueda haber influido también negativamente en el sentimiento de los inversores. En Estados Unidos, las señales positivas para los participantes en el mercado (por ejemplo, datos favorables de beneficios y de pedidos de bienes de equipo) surgieron en un entorno de incertidumbre respecto al ritmo de recuperación económica.

La evolución de los beneficios efectivos y esperados reflejó una visión positiva de la rentabilidad de las empresas cotizadas de la zona del euro. Los beneficios efectivos por acción de las empresas incluidas en el índice Dow Jones EURO STOXX crecieron en tasa interanual un 21% en septiembre, frente al 10% de agosto. Asimismo, el crecimiento de los beneficios por acción esperado en los próximos doce

meses se sitúa en el 18%. A nivel sectorial, los beneficios por acción en el sector financiero han crecido desde el 20% de agosto hasta el 30% de septiembre. En el sector industrial, el crecimiento de los beneficios se tornó positivo en septiembre, tras mantenerse en valores negativos en todos los anteriores meses de 2010. En general, los beneficios han registrado un crecimiento vigoroso y en septiembre, con aumentos en la mayor parte de los sectores con respecto a los niveles de agosto.

3 PRECIOS Y COSTES

Según el avance de Eurostat, la inflación interanual medida por el IAPC de la zona del euro se situó en el 1,8% en septiembre de 2010, frente al 1,6% de agosto. Este aumento estaba previsto y refleja los efectos de base derivados, principalmente, del componente energético. En los próximos meses, las tasas de inflación medidas por el IAPC oscilarán en torno a los niveles actuales, antes de volver a moderarse en el transcurso del próximo año. En 2011, las tasas de inflación deberían mantenerse, en general, en una senda moderada, ante las reducidas presiones inflacionistas internas. Las expectativas de inflación a medio y largo plazo siguen estando firmemente ancladas, en consonancia con el objetivo del Consejo de Gobierno de mantener las tasas de inflación en un nivel inferior, aunque próximo, al 2% a medio plazo. Los riesgos para las perspectivas de evolución de los precios son ligeramente alcistas.

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 situó en el 1,8% en septiembre de 2010, frente al 1,6% de agosto (véase cuadro 4). Aunque no se han publicado todavía las estimaciones oficiales del detalle del IAPC de septiembre, parece que este aumento estuvo relacionado con efectos de base derivados en gran medida del componente energético.

En agosto, el último mes para el que se dispone del detalle oficial del IAPC, la tasa de variación interanual del IAPC general disminuyó en 0,1 puntos porcentuales, en relación con el mes de julio (véase gráfico 20). Este descenso fue consecuencia, principalmente, de la fuerte caída de la tasa de variación interanual del componente energético, que se situó en el 6,1% en agosto, frente al 8,1% del mes anterior, reflejo de un efecto de base negativo y de una tasa de variación intermensual ligeramente negativa. En los últimos meses, los precios de la energía han experimentado escasas variaciones intermensuales, y la mayor parte de las fluctuaciones de la tasa de variación interanual ha sido resultado de efectos de base.

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 agosto en el 1,5%, es decir, 0,2 puntos porcentuales por encima del nivel de julio. La tasa de variación de los precios de los alimentos no elaborados volvió a subir en agosto, como consecuencia de efectos de base y de los aumentos intermensuales de los precios de la carne y del pescado. La tasa de variación interanual de los precios de los alimentos no elabo-

Cuadro 4 Evolución de los precios

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

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

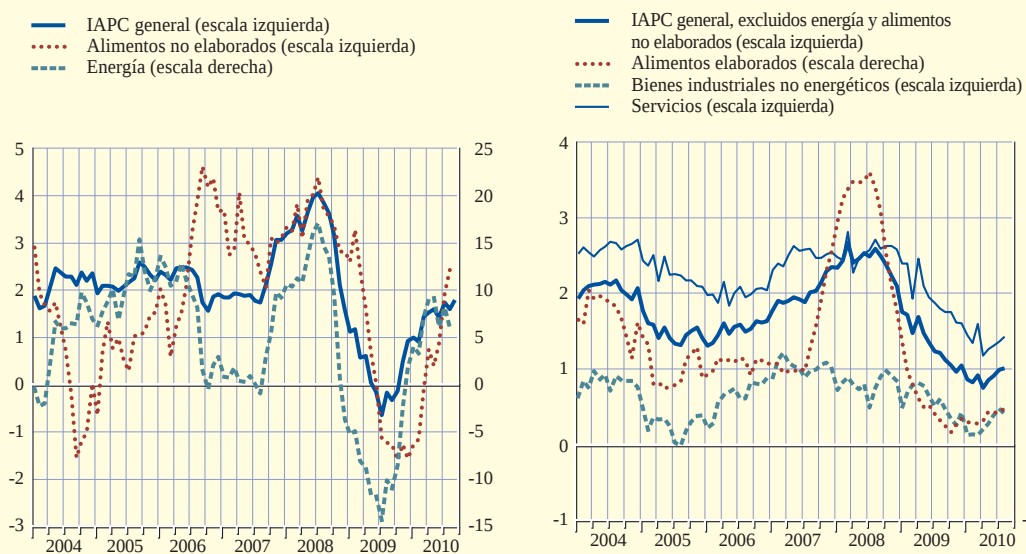
Fuentes: Eurostat, BCE y cálculos del BCE basados en datos de Thomson Financial Datastream.

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 septiembre 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.

borados se situó en el 2,4% en agosto, frente al 1,9% del mes anterior, mientras que la de los precios de los alimentos elaborados se elevó ligeramente, hasta el 1%. Dentro de los alimentos elaborados, los precios del tabaco, de los alcoholes y licores y de los aceites y grasas registraron las tasas de variación interanual más altas en agosto. En conjunto, de momento apenas existen señales de transmisión de las fuertes y recientes subidas de los precios de las materias primas alimentarias a la inflación de los precios de los alimentos. A este respecto, cabe destacar que el incremento de los precios de las materias primas alimentarias registrado en el mercado interno de la UE, que son los más relevantes para la zona del euro, no se ha producido en los precios de estas materias primas en el ámbito internacional.

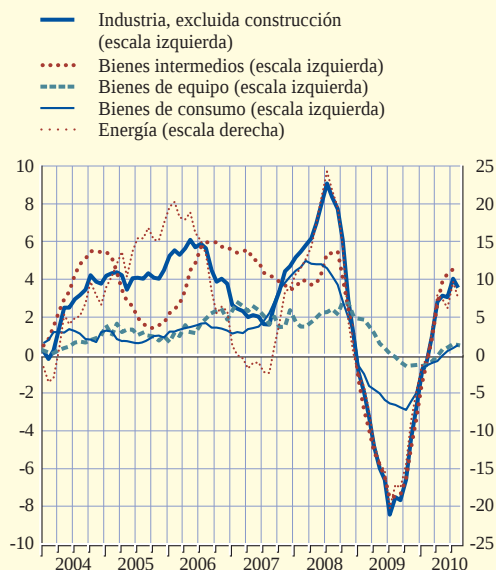
Si se excluyen los alimentos y la energía, que representan cerca del 30% de la cesta del IAPC, en agosto la inflación interanual medida por el IAPC se mantuvo en el 1%, el mismo nivel que en julio. Esta cifra representa un movimiento muy leve al alza respecto al mínimo del 0,8% observado en abril y mayo. De los dos componentes de este agregado, la inflación de los precios de los bienes industriales no energéticos descendió ligeramente, hasta el 0,4%, como resultado, principalmente, de la evolución de los precios de las prendas de vestir (consecuencia de las rebajas) y de los diarios y publicaciones periódicas, mientras que la inflación de los precios de los servicios permaneció estable en el 1,4%. Tras descender moderadamente en el transcurso de 2009, las tasas de inflación interanual de ambos componentes se han mantenido en niveles históricamente bajos desde principios de año.

3.2 PRECIOS INDUSTRIALES

En agosto, la tasa de variación interanual de los precios industriales, excluida la construcción, se redujo hasta el 3,6%, desde el 4% de julio (véase gráfico 22). Este descenso fue debido, en gran medida, a la disminución de la tasa de variación interanual de los precios industriales de la energía, como consecuencia, a su vez, de un efecto de base a la baja y de una caída intermensual de los precios de la energía.

Gráfico 22 Desagregación de los precios industriales

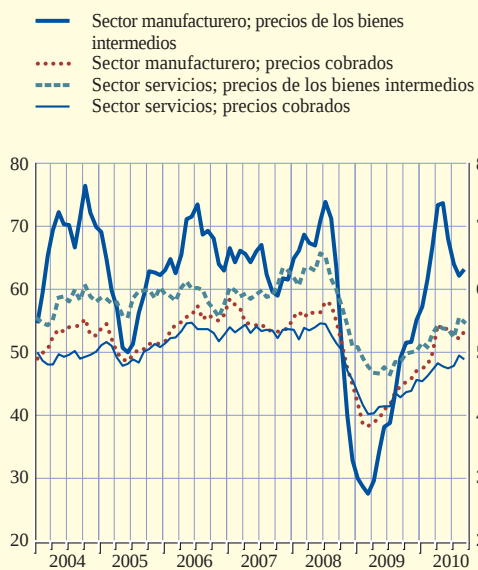
(tasas de variación interanual; datos mensuales)



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.

Los precios industriales, excluidas la energía y la construcción, se elevaron ligeramente, como resultado de la tendencia al alza de los precios de los bienes intermedios y de los bienes de consumo. Los precios de algunos bienes industriales que están más expuestos a movimientos en los precios de las materias primas alimentarias, como la harina y los piensos, han subido de forma particularmente acusada. En agosto, los precios industriales de los alimentos elaborados aumentaron a una tasa interanual de 1% en agosto, frente al 0,3% de julio, lo que indica que las subidas de los precios de las materias primas alimentarias han comenzado a incidir en los precios industriales de los alimentos.

En comparación con el mes de agosto, los indicadores de las encuestas de septiembre señalaron también la persistencia de ciertas presiones al alza sobre los precios, ligeramente más acentuadas en el sector manufacturero y menos significativas en el sector servicios (véase gráfico 23). Por lo que se refiere al índice de directores de compras, en el sector manufacturero el índice de precios de los bienes intermedios y el índice de precios cobrados se elevaron en septiembre. En el sector servicios, el índice de precios de los bienes intermedios no experimentó cambios en el mismo mes y el índice de precios de venta descendió, manteniéndose ligeramente por debajo del umbral de 50, señal de que, como promedio, los precios cobrados en el sector servicios todavía no han subido. En general, los indicadores de las encuestas continuaron 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

La tasa de crecimiento interanual de los salarios negociados de la zona del euro aumentó ligeramente, al 1,9%, en el segundo trimestre de 2010 (véanse cuadro 5 y gráfico 24), aunque se mantuvo próxima

Cuadro 5 Indicadores de costes laborales

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

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

Fuentes: Eurostat, datos nacionales y cálculos del BCE.

al mínimo histórico del 1,8% registrado desde el inicio de la serie en 1991. Estas reducidas tasas de crecimiento reflejan las débiles presiones generadas actualmente por los costes laborales. La información disponible sugiere que el crecimiento relativamente moderado de los salarios negociados observado en el primer semestre de 2010 se mantuvo al principio del tercer trimestre, en línea con la anterior debilidad de los mercados de trabajo.

En el segundo trimestre de 2010, la tasa de crecimiento interanual de los costes laborales por hora de la zona del euro disminuyó hasta el 1,6%, desde el 1,9% del primer trimestre, siendo esa la tasa de crecimiento más baja registrada desde el inicio de la serie de costes laborales por hora en 2001. Este descenso, que se observó en todos los sectores, puede explicarse, en parte, por la desaparición de algunos planes de reducción de las horas de trabajo y fue más pronunciado en el sector de la construcción, en el que la tasa de crecimiento interanual se redujo en 0,8 puntos porcentuales, hasta situarse en el 1,7% (véase gráfico 25).

La tasa de crecimiento interanual de la remuneración por asalariado se elevó al 2% en el segundo trimestre de 2010, desde el 1,5% del primer trimestre, como consecuencia de un aumento del 0,9% en las horas trabajadas por asalariado y del 1,1% en la remuneración por hora. La tasa de crecimiento interanual de la productividad del trabajo medida por persona ocupada volvió a elevarse en el segundo trimestre de 2010, superando la de la remuneración por asalariado. Esta evolución dio lugar a una tasa de crecimiento interanual negativa de los costes laborales unitarios del 0,6%, similar a la del mes anterior. De forma general se confirma que los costes laborales han mantenido una trayectoria moderada en el primer semestre de 2010 y al inicio del tercer trimestre.

3.4 PERSPECTIVAS DE INFLACIÓN

En los próximos meses, la tasa de inflación interanual medida por el IAPC oscilará en torno a los niveles actuales, antes de volver a moderarse en el transcurso del próximo año. En 2011, las tasas

Gráfico 24 Indicadores de costes laborales

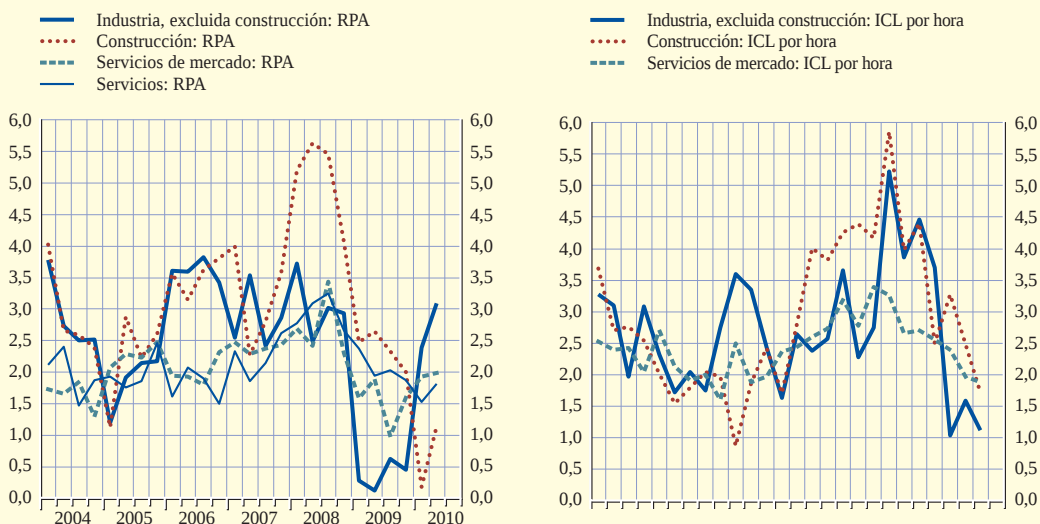
(tasas de variación interanual; datos trimestrales)



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.

de inflación deberían mantenerse, en general, en una senda moderada, ante las reducidas presiones inflacionistas internas. Las expectativas de inflación a medio y largo plazo siguen estando firmemente ancladas, en consonancia con el objetivo del Consejo de Gobierno de mantener las tasas de inflación en un nivel inferior, aunque próximo, al 2% a medio plazo.

Los riesgos para las perspectivas de evolución de los precios son ligeramente alcistas y están relacionados, en particular, con la evolución de los precios de la energía y de las materias primas distintas del petróleo. 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.

4 PRODUCTO, DEMANDA Y MERCADO DE TRABAJO

La actividad económica ha venido registrando una expansión desde mediados de 2009. El PIB real de la zona de euro experimentó un fuerte crecimiento intertrimestral, del 1%, en el segundo trimestre de 2010. Los últimos datos publicados y las encuestas recientes confirman las expectativas de moderación del crecimiento económico en el segundo semestre del año. Sin embargo, se mantiene el favorable impulso subyacente de la recuperación.

De cara al futuro, se espera que el crecimiento del PIB real de la zona del euro se vea respaldado por la recuperación en curso a nivel mundial, que tiene un sostenido efecto positivo sobre la demanda de las exportaciones de la zona del euro, así como por la orientación acomodaticia de la política monetaria y por las medidas adoptadas para restablecer el funcionamiento del sistema financiero. Mientras tanto, se prevé que el proceso de ajuste de los balances llevado a cabo en distintos sectores atenúe el ritmo de la recuperación. Se considera que los riesgos para las perspectivas económicas tienden ligeramente a la baja, y sigue reinando la incertidumbre.

4.1 PIB REAL Y COMPONENTES DE LA DEMANDA

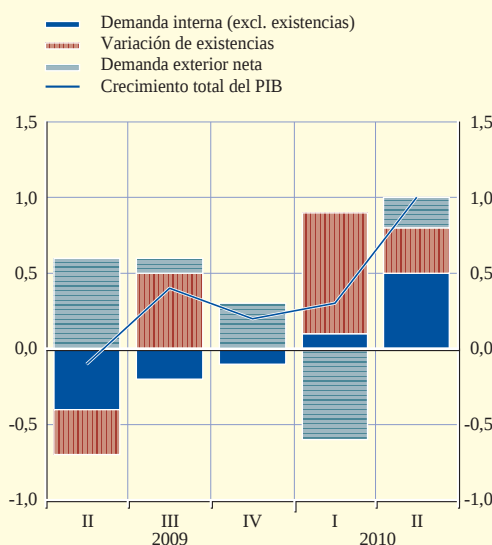
La economía de la zona del euro ha venido registrando una expansión desde mediados de 2009, tras cinco trimestres consecutivos de descensos del PIB. Según la segunda estimación de Eurostat, el PIB real de la zona aumentó un 1%, en tasa intertrimestral, en el segundo trimestre de 2010, frente al incremento del 0,3% del trimestre anterior (véase gráfico 26). Los indicadores disponibles sugieren una moderación del crecimiento del PIB en el tercer trimestre de 2010.

En el segundo trimestre de 2010, la demanda interna contribuyó significativamente al crecimiento del PIB real. Esta contribución es reflejo de las tasas de crecimiento positivas del consumo público y privado, y también de la inversión. Las contribuciones de la variación de existencias y de la demanda exterior neta también fueron positivas, aunque de menor magnitud. En lo que se refiere a los flujos comerciales, tanto las importaciones como las exportaciones registraron un fuerte aumento.

En cuanto a los componentes de la demanda interna, el consumo privado creció un 0,2%, en tasa intertrimestral, en el segundo trimestre de 2010, la misma tasa de crecimiento que en los dos trimestres anteriores. Los resultados del segundo trimestre de 2010 incluyen, en parte, efectos transitorios derivados del adelanto de las compras antes de la subida del IVA en un Estado miembro en el tercer trimestre de 2010, lo que podría tener posteriormente efectos adversos sobre el consumo. Por lo que respecta a los indicadores disponibles para el tercer trimestre, las ventas del comercio al por menor hasta agosto, junto con los datos de las encuestas relativas al tercer trimestre, sugieren que la tasa de crecimiento intertrimestral de esta variable en el tercer trimestre de 2010 podría ser positiva, pero

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.

inferior a la tasa de crecimiento que se registró en el segundo trimestre, debido en parte al mencionado aumento del IVA (véase gráfico 27). La confianza de los consumidores mejoró mucho en el tercer trimestre de 2010, tras haber experimentado ligeras variaciones en los dos trimestres anteriores, y se situó en niveles cercanos a su media a largo plazo en septiembre. Según la encuesta de opinión de la Comisión Europea relativa a los consumidores, las expectativas de compras de bienes duraderos se redujeron en el tercer trimestre. En general, la información reciente sugiere que el consumo privado siguió creciendo en el tercer trimestre de 2010, aunque a tasas moderadas y con diferencias entre los países, debido, en parte, a las medidas fiscales.

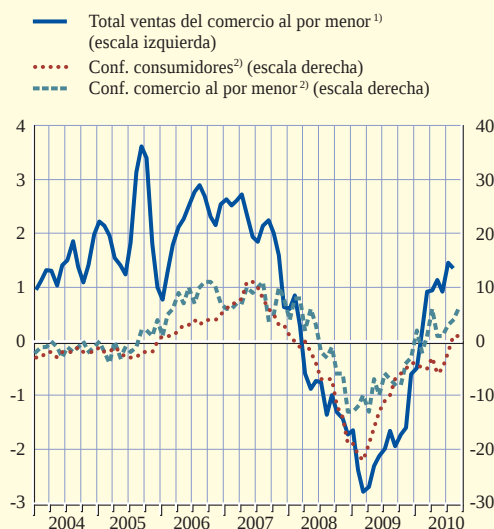
La formación bruta de capital fijo, en términos intertrimestrales, se incrementó de forma vigorosa, en un 1,5%, en el segundo trimestre de 2010, tras un descenso del 0,3% en el trimestre anterior. El detalle de la inversión en el segundo trimestre de 2010 muestra que tanto la inversión en construcción como la inversión, excluida la construcción, aumentaron significativamente, siendo el crecimiento algo más intenso en esta última variable.

Se prevé que la inversión sea menos dinámica en el tercer trimestre que en el trimestre precedente, dada la influencia de factores de carácter transitorio. Además del efecto desfavorable que tuvieron las adversas condiciones meteorológicas en la inversión en construcción durante el primer trimestre de 2010, que se vio contrarrestado en el segundo trimestre, en el tercer trimestre desaparecieron algunos de los incentivos públicos a la inversión, lo que debería influir en la inversión en construcción. Según los indicadores de inversión disponibles para el tercer trimestre de 2010, la producción de la construcción cayó en el mes de julio, y en estos momentos se sitúa considerablemente por debajo del nivel observado en el segundo trimestre. Los indicadores de opinión para el tercer trimestre de 2010 también apuntan a una atonía en la evolución de la construcción. En términos de inversión, excluida la construcción, la producción industrial de bienes de equipo —un indicador de la inversión futura— siguió aumentando en julio y ahora se sitúa casi un 1% por encima del nivel observado en el segundo trimestre. Los indicadores de opinión relativos a la confianza industrial también sugieren tasas de crecimiento positivas de la inversión, excluida la construcción. En general, los indicadores más recientes apuntan a la continuidad del favorable crecimiento de la inversión, aunque a tasas más moderadas que las observadas en el segundo trimestre, como consecuencia de los efectos transitorios, y al mantenimiento de la atonía en la actividad constructora. En el recuadro 4 se examina en detalle la evolución reciente de la tasa de utilización de la capacidad productiva en la zona del euro, que se mantuvo por debajo de su media a largo plazo, a pesar de un acusado incremento en los últimos trimestres.

Por lo que respecta a los flujos comerciales, tanto las importaciones como las exportaciones siguieron fortaleciéndose en el segundo trimestre de 2010, y crecieron un 4% y un 4,3%, respectivamente, en tasa

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.

intertrimestral. Los últimos datos publicados y las encuestas recientes sobre la actividad mundial y el comercio de la zona del euro sugieren que el crecimiento del comercio de la zona se ralentizará en el segundo semestre de 2010.

En el segundo trimestre de 2010, las existencias contribuyeron en 0,3 puntos porcentuales al crecimiento intertrimestral del PIB, tras haber realizado una importante contribución en el primer trimestre. El nivel actual de existencias sugiere que se han repuesto en cierta medida en los últimos tiempos, tras la desacumulación que se produjo durante la recesión. De cara al futuro, tanto las encuestas como la evidencia anecdótica indican que la contribución de las existencias al crecimiento del PIB de la zona del euro será ligeramente negativa en lo que queda de 2010. No obstante, existe cierta incertidumbre estadística en torno a la manera en que se estiman las existencias.

Recuadro 4

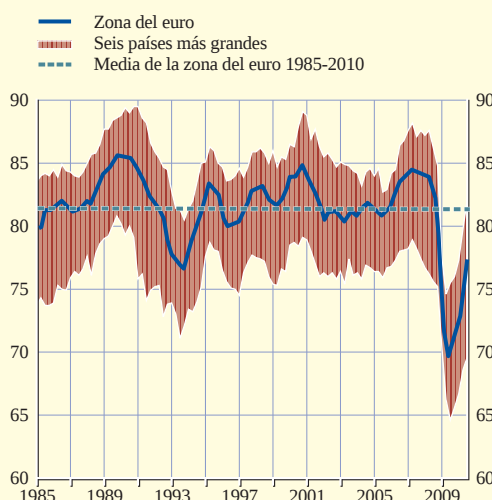
RECUPERACIÓN DE LA UTILIZACIÓN DE LA CAPACIDAD PRODUCTIVA EN LA ZONA DEL EURO

Tras la fuerte caída registrada en el período comprendido entre mediados de 2008 y principios de 2009, la producción industrial ha experimentado un marcado repunte en la zona del euro. Aunque la tasa de utilización de la capacidad productiva se elevó a mediados de 2010, se mantuvo por debajo de su media a largo plazo. Sin embargo, esta variable ha mostrado una evolución dispar en los distintos países de la zona del euro y en las diferentes ramas de actividad, mientras que la evidencia anecdótica apunta a algunos casos de crecientes restricciones de la capacidad productiva. En este contexto, el recuadro analiza más detenidamente la evolución reciente de la citada variable y los factores que limitan la producción.

El gráfico A muestra la utilización de la capacidad productiva en la zona del euro y la banda correspondiente a los seis países más grandes de la zona. En julio de 2010, la tasa de utilización de la capacidad productiva en la industria manufacturera de la zona del euro se situó en el 77%, 8 puntos porcentuales por encima del mínimo observado un año antes y con una recuperación cercana a la mitad de la caída registrada entre el máximo y el mínimo cíclico. Pese a este acusado repunte, la tasa de utilización se mantiene por debajo de su media a largo plazo del 81%. Cabe destacar que esta tasa representa la media de la zona del euro, por lo que oculta las diferencias existentes no solo entre los países de la zona (tal y como se observa en la banda sombreada del gráfico A), sino también entre las ramas de actividad, las empresas y las fábricas. Por ejemplo, de los países de la zona del euro para los que se dispone de datos, Bélgica, Alemania, Malta y Austria señalaron que, tras recuperar cerca de

Gráfico A Tasa de utilización de la capacidad productiva en la industria manufacturera

(porcentaje)



Fuentes: Comisión Europea y cálculos del BCE.
Nota: Las observaciones más recientes se refieren al tercer trimestre de 2010 (julio).

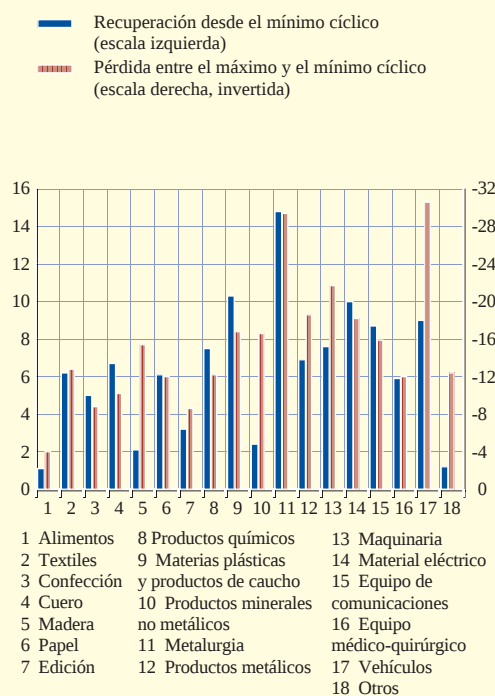
dos terceras partes de la caída registrada entre el máximo y el mínimo cíclico, las tasas de utilización de la capacidad productiva se situaban en niveles superiores o bastante cercanos a sus medias históricas. Por el contrario, en España e Italia estas tasas solo han recuperado hasta el momento en torno a una tercera parte de su caída entre el máximo y el mínimo cíclico.

Por principales ramas de actividad, el mayor repunte de la tasa de utilización de la capacidad productiva se observó en el sector de bienes intermedios. En abril de 2010, había recuperado cerca de la mitad de la caída mencionada anteriormente (un aumento de 9 puntos porcentuales, tras una caída de 18 puntos porcentuales)¹. En el sector de bienes de equipo, se registró también un fuerte aumento (de 7 puntos porcentuales), tras una pronunciada caída (de 20 puntos porcentuales), mientras que el incremento fue mucho más modesto, de 3 puntos porcentuales, en el sector de bienes de consumo, tras una caída menos acentuada (de 7 puntos porcentuales). El gráfico B muestra de forma más detallada la pérdida registrada entre el máximo y el mínimo cíclico y la recuperación hasta abril de 2010 por ramas de actividad, observándose notables diferencias entre ellas. Las tasas de utilización de la capacidad productiva en las ramas de confección, cuero, productos químicos, materias plásticas y productos de caucho, material eléctrico y equipo de comunicaciones han experimentado las mayores recuperaciones (en proporción a la pérdida entre el máximo y el mínimo cíclico), mientras que,

1 Se dispone de información detallada por ramas de actividad hasta abril de 2010.

Gráfico B Pérdida entre el máximo y el mínimo cíclico y recuperación de las tasas de utilización de la capacidad productiva por ramas de actividad

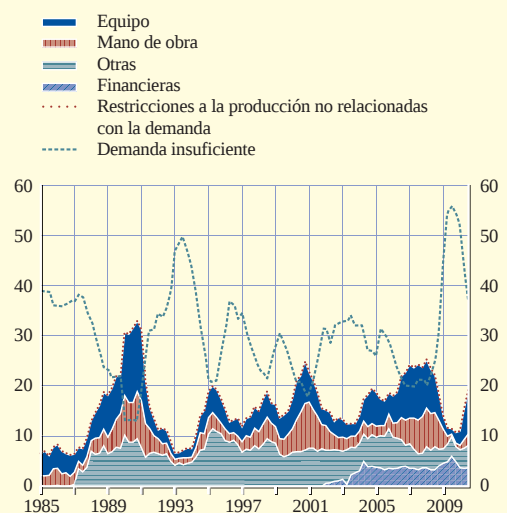
(puntos porcentuales)



Fuentes: Comisión Europea y cálculos del BCE.
Nota: Las observaciones más recientes se refieren al segundo trimestre de 2010 (abril).

Gráfico C Restricciones a la producción en la industria manufacturera de la zona del euro

(porcentaje)



Fuentes: Comisión Europea y cálculos del BCE.
Nota: Las observaciones más recientes se refieren al tercer trimestre de 2010 (julio). Antes de 2001, la encuesta no incluía las restricciones financieras.

por ejemplo, las de las ramas de madera y productos minerales no metálicos solo han registrado una recuperación muy moderada.

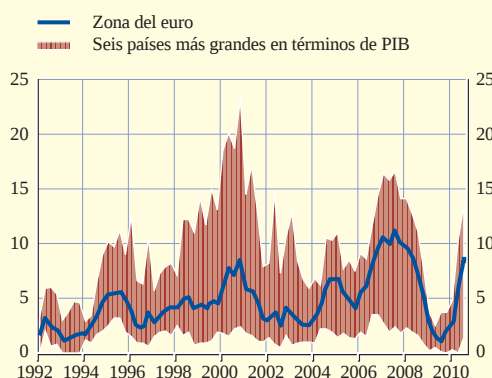
Para analizar más detenidamente las variaciones relativamente importantes de las tasas de utilización de la capacidad productiva, y teniendo en cuenta que estas tasas son una «media», puede ser útil considerar otros indicadores que figuran también en las encuestas de opinión, como el número de empresas que señalan restricciones a la producción y el origen de las mismas (véase gráfico C). Dado el repunte que se ha producido en las ventas, la proporción de fabricantes que indican restricciones debidas a una demanda insuficiente ha descendido marcadamente en los últimos trimestres, hasta el 37%, desde el elevadísimo nivel máximo del 55% alcanzado a mediados de 2009. Pese a esta fuerte caída, en julio de 2010 este porcentaje seguía siendo el más alto registrado desde el máximo que siguió a la recesión de 1993. Al mismo tiempo, la proporción de encuestados que indican restricciones a la producción como consecuencia de factores distintos de una demanda insuficiente ha crecido de forma significativa, hasta el 19%, situándose ya por encima de su media a largo plazo del 15%. Este pronunciado aumento de las restricciones no relacionadas con la demanda puede atribuirse, en gran medida, a la escasez de equipo, mientras que los encuestados señalan menos restricciones financieras o debidas a la escasez de mano de obra.

El gráfico D muestra que un 9% de encuestados señala a la escasez de equipo, lo que sitúa este factor en un nivel muy superior a la media histórica del 5% y próximo a los anteriores niveles máximos de 2007 (11%) y del período 2000-2001 (8%). Aquí también se observa cierta variación entre países y ramas de actividad. En Alemania, Malta, Países Bajos, Austria y Finlandia en particular, la escasez de equipo indicada se sitúa muy por encima de la media histórica. En las ramas de actividad de material eléctrico, equipo médico-quirúrgico y vehículos se observa un mayor número de casos de escasez de equipo en abril de 2010.

De cara al futuro, cabe esperar que la evidencia creciente de restricciones a la producción debidas a la escasez de equipo origine un aumento de la inversión si las empresas interesadas consideran que esta situación se prolongará². También puede esperarse este aumento por el reducido nivel de base de la inversión y por la mejora de la situación de liquidez de las sociedades no financieras, que se ha reflejado asimismo en su posición acreedora neta durante tres trimestres consecutivos³. Así pues, existen cada vez más señales de que la situación de la producción en el sector manufacturero de la zona del euro está aproximándose de nuevo a la normalidad.

Gráfico D Escasez de equipo indicada como restricción a la producción en la industria manufacturera

(porcentaje)



Fuentes: Comisión Europea y cálculos del BCE.

Nota: Las observaciones más recientes se refieren al tercer trimestre de 2010 (julio).

² Para un análisis más detallado de la inversión y de la utilización de la capacidad productiva, véase el recuadro 5 titulado «Inversión empresarial, utilización de la capacidad productiva y demanda», en el Boletín Mensual de abril de 2010.

³ Véase el recuadro 5 titulado «Cuentas integradas de la zona del euro del primer trimestre de 2010», en el Boletín Mensual de agosto de 2010.

4.2 PRODUCTO, OFERTA Y MERCADO DE TRABAJO

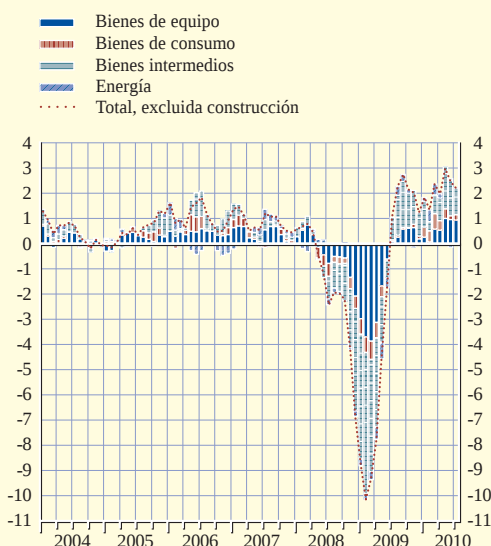
Según la primera estimación de Eurostat, el valor añadido real creció un 0,8%, en tasa intertrimestral, en el segundo trimestre de 2010. La tasa de crecimiento se vio impulsada por la aceleración de la actividad en la industria y en los servicios, cuya contribución respectiva a la tasa de variación intertrimestral del valor añadido fue de 0,4 puntos porcentuales.

En el sector industrial (excluida la construcción), el valor añadido creció un significativo 2,2%, en tasa intertrimestral, tras el 2% registrado en el primer trimestre. El valor añadido de los servicios se incrementó un 0,6% en el segundo trimestre de 2010, frente al 0,3% del trimestre precedente. El valor añadido de la construcción aumentó un 0,4% en el segundo trimestre de 2010, la primera subida registrada desde el primer trimestre de 2008. Este incremento se debió principalmente a que se invirtió el descenso observado en el primer trimestre, causado por las adversas condiciones meteorológicas que afectaron a muchos países de la zona del euro durante el invierno.

En cuanto a la evolución durante el primer trimestre de 2010, la producción industrial (excluida la construcción) aumentó ligeramente en julio y en estos momentos se sitúa un 0,4% por encima del nivel observado en el segundo trimestre. Los nuevos pedidos industriales disminuyeron en julio, tras el vigoroso crecimiento registrado en el segundo trimestre (véase gráfico 28), pero se mantienen por encima del nivel del citado trimestre. Estos indicadores sugieren que se está produciendo un crecimiento en la industria,

Gráfico 28 Crecimiento de la producción industrial y contribuciones

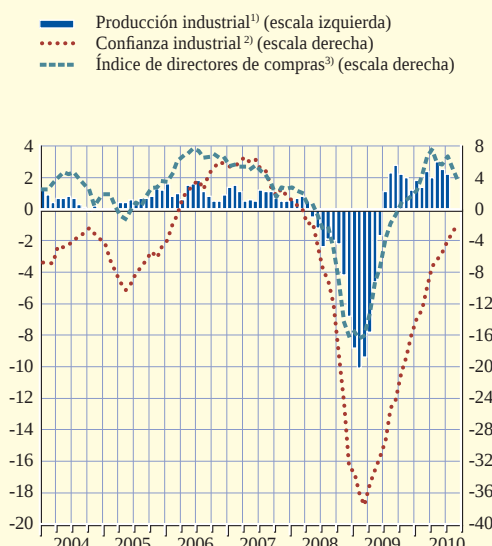
(tasa de crecimiento y contribuciones en puntos porcentuales; datos mensuales desestacionalizados)



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.

aunque a unas tasas inferiores a las del segundo trimestre. Mientras tanto, parece que la actividad en la construcción sigue mostrando cierta atonía. La producción de la construcción se redujo fuertemente en julio, y los indicadores de opinión apuntan a una débil evolución de este sector.

La información procedente de las encuestas muestra que la actividad económica siguió registrando una expansión en el tercer trimestre de 2010. El índice PMI de manufacturas y servicios empeoró en el tercer trimestre, con respecto al trimestre anterior, pero se mantuvo por encima de 55, lo que indica que la actividad está aumentando, aunque a un ritmo más lento que en el trimestre precedente (véase gráfico 29). Otras encuestas de opinión, como las de la Comisión Europea, confirman los indicios facilitados por el índice PMI relativos a que la actividad creció en el tercer trimestre.

MERCADO DE TRABAJO

La información reciente indica que el mercado de trabajo de la zona del euro se está estabilizando. Según la segunda estimación de Eurostat, el empleo, en términos intertrimestrales, se mantuvo estable en el primer y segundo trimestre de 2010. Esta estabilización constituye una mejora con respecto a la acusada contracción del empleo observada en 2009. Las horas trabajadas, que disminuyeron de forma pronunciada durante la recesión, aumentaron en el segundo trimestre de 2010, a la misma tasa que en el primer trimestre.

A nivel sectorial, el empleo registró un incremento en los servicios financieros y empresariales y en la administración pública, dos subsectores de la rama de servicios, mientras que se redujo en las demás ramas de actividad, observándose los mayores descensos en agricultura y pesca y en industria (véanse cuadro 6 y gráfico 30). No obstante, las horas trabajadas se recuperaron en todos los sectores, salvo en agricultura y pesca. Lo anterior está en consonancia con el hecho de que gran parte del descenso del total de horas trabajadas experimentado en 2009 se produjo a través de reducciones de las cuentas de horas de los trabajadores en lugar de a través del empleo, lo que supone que la recuperación está teniendo un efecto más positivo en términos de horas trabajadas por persona.

Las pérdidas de empleo observadas en los últimos trimestres, junto con la recuperación del crecimiento del producto en la zona del euro, han contribuido a que se registre una inflexión en el descenso de la productividad en términos anuales. El crecimiento de la productividad agregada de la zona del euro (medida en términos de producto por empleado) aumentó hasta el 2,6% en el segundo trimestre de 2010,

Cuadro 6 Crecimiento del empleo

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

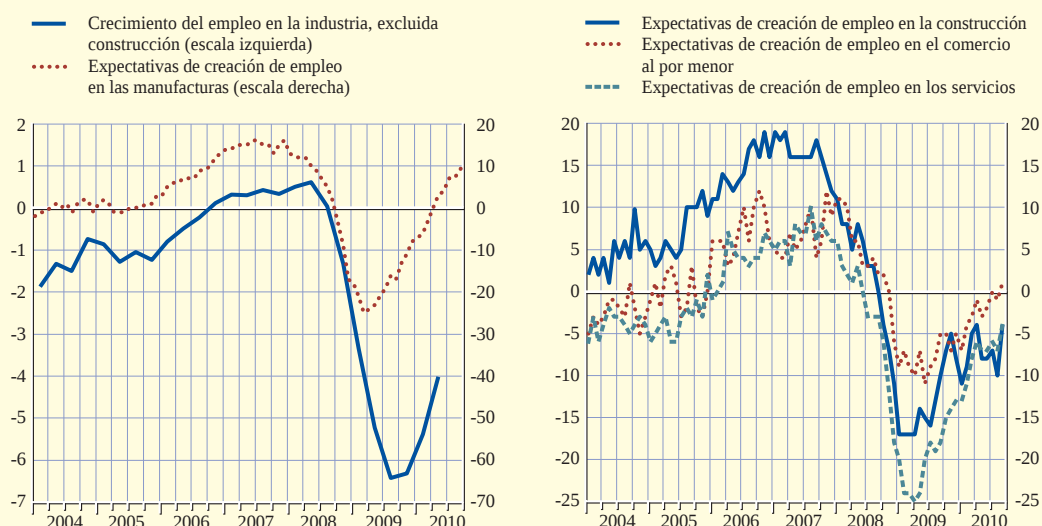
	Tasas interanuales		Tasas intertrimestrales				
	2008	2009	2009 II	2009 III	2009 IV	2010 I	2010 II
Total de la economía	0,8	-1,9	-0,6	-0,5	-0,2	0,0	0,0
Del cual:							
Agricultura y pesca	-1,8	-2,5	-1,1	-1,0	0,5	0,2	-0,9
Industria	-0,7	-5,7	-1,8	-1,6	-1,0	-0,9	-0,4
Excluida la construcción	0,0	-5,3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

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.

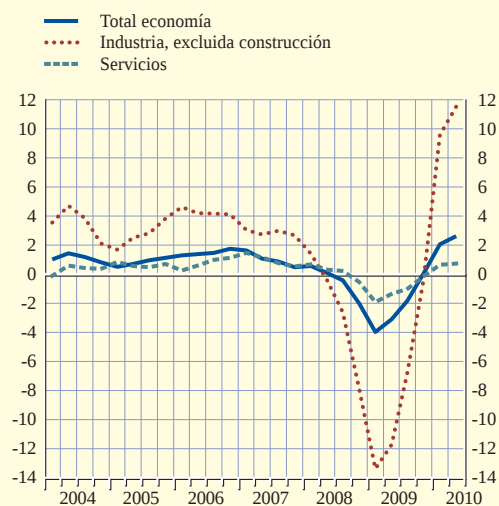
Notas: Los saldos netos están ajustados a la media. A partir de mayo de 2010, los datos de las encuestas de opinión de la Comisión Europea hacen referencia a la clasificación NACE Rev. 2.

frente al 2,1% del trimestre anterior (véase gráfico 31). La evolución de la productividad por hora trabajada ha mostrado un patrón similar y se ha elevado un nuevo 1,8% interanual en el segundo trimestre de 2010.

En agosto, la tasa de desempleo de la zona del euro se mantuvo en el 10,1%, por cuarto mes consecutivo, tras una ligera revisión al alza de la tasa de meses anteriores (véase gráfico 32). De cara al futuro,

Gráfico 31 Productividad del trabajo

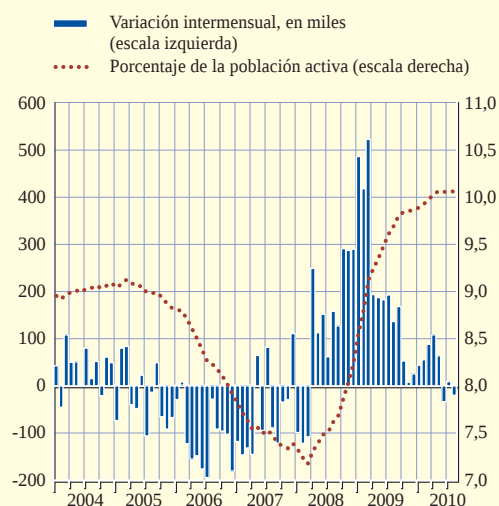
(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Gráfico 32 Desempleo

(datos mensuales desestacionalizados)



Fuente: Eurostat.

los indicadores de opinión han mejorado respecto a los bajos niveles en que se encontraban, lo que sugiere que el paro seguirá estabilizándose en los próximos meses. La nueva serie de tasa de vacantes en la zona del euro también apunta a una cierta recuperación de la demanda de trabajo, dado que la tasa ha aumentado ligeramente en los últimos cuatro trimestres (véase recuadro 5).

Recuadro 5

LA TASA DE VACANTES EN LA ZONA DEL EURO: UNA NUEVA SERIE ESTADÍSTICA

A mediados de junio de 2010, Eurostat publicó por vez primera una nueva serie de estadísticas trimestrales armonizadas sobre vacantes de empleo en la zona del euro¹. Estos datos complementan las estadísticas existentes y arrojan más luz sobre la evolución de los mercados de trabajo, particularmente en lo que se refiere a la demanda. En este recuadro se presenta la serie de tasa de vacantes en la zona del euro y un primer análisis de los datos, haciéndose hincapié en su especial relevancia en la coyuntura actual.

La serie de la zona del euro se publicará unos 75 días después del trimestre de referencia. Estos datos los exige un Reglamento europeo de 2008², que define una vacante de empleo como un puesto de trabajo remunerado creado recientemente o no ocupado o que está a punto de quedar libre, para el cual empleador está tomando medidas activas y está preparado para tomar otras al objeto de encontrar el candidato idóneo y tiene la intención de cubrirlo inmediatamente o en el futuro próximo³. La tasa de vacantes se calcula como la ratio entre el número de puestos de trabajo vacantes y la suma de este número y el de puestos de trabajo ocupados. Los datos de vacantes y de puestos de trabajo ocupados se obtienen, por lo general, de las encuestas de opinión. En algunos países, se utilizan datos administrativos y de la encuesta de población activa para elaborar las series o para mejorar el detalle por sectores⁴.

La estimación oficial de la tasa de vacantes en la zona del euro que facilita Eurostat comienza en el primer trimestre de 2009. Eurostat también proporciona una serie que se inicia en 2006 y se basa en estimaciones nacionales existentes antes de que entrara en vigor el Reglamento de la UE. Sin embargo, todavía no existe una disponibilidad de datos nacionales adecuada y suficiente para desagregar los datos por ramas de actividad. Por consiguiente, es aconsejable ser cautos a la hora de interpretar la evolución a corto plazo de estos datos.

En el gráfico A se presentan la nueva serie agregada para la zona del euro junto con la tasa de desempleo de la zona. De acuerdo con la evolución cíclica, las dos tasas tienden a estar correlacionadas negativamente. Tras registrarse tensiones claras en los mercados de trabajo de la zona del euro durante 2006 (período en el que la tasa de vacantes se elevó del 1,8% observado al comienzo de la serie en el primer trimestre de 2006 al 2,4% en el primer trimestre de 2007), las tasas de vacantes disminuyeron de forma acusada tras el inicio de la crisis financiera. Después del mínimo cíclico del 1,4% alcanzado en el tercer trimestre de 2009, la tasa de vacantes en la zona del euro se ha elevado ligeramente en cada trimestre, hasta situarse en el 1,7% en el segundo trimestre de 2010.

1 Véase también el cuadro 5.3.4 de la sección «Estadísticas de la zona del euro» del Boletín Mensual. Las cifras también pueden consultarse en la Statistical Data Warehouse (SDW) del BCE.

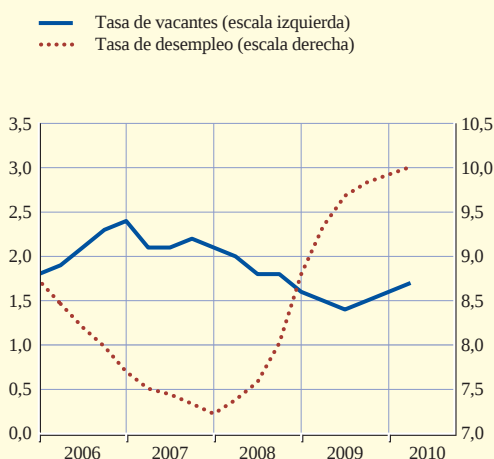
2 Reglamento (CE) n° 453/2008 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 23 de abril de 2008, relativo a las estadísticas trimestrales sobre vacantes de empleo en la Comunidad (DO L 145, 4.6.2008, p. 234).

3 Un puesto de trabajo al que únicamente pueden acceder candidatos internos no se considera una vacante.

4 En Bélgica, Luxemburgo y Eslovenia se utilizan fuentes administrativas. En los Países Bajos, solo se utilizan estas fuentes para estimar los puestos de trabajo ocupados.

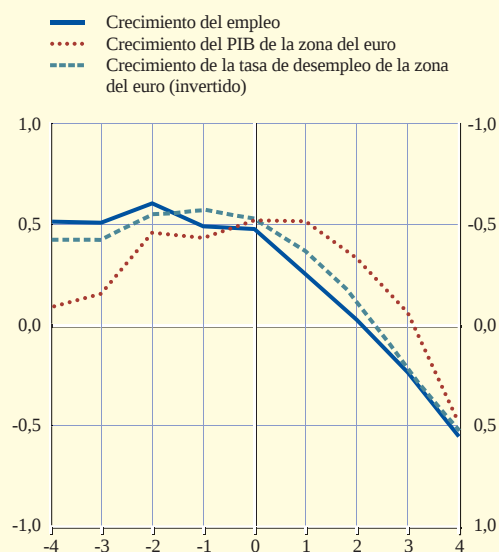
Gráfico A Tasa de vacantes y tasa de desempleo en la zona del euro

(en porcentaje del total de puestos de trabajo y de la población activa)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.
 Nota: El total de puestos de trabajo se refiere a la suma del número de vacantes y de puestos de trabajo ocupados.

Gráfico B Correlaciones entre el crecimiento intertrimestral de la tasa de vacantes de la zona del euro y el crecimiento de determinadas variables



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.
 Nota: El eje de abscisas se refiere a los trimestres, mientras que el eje de ordenadas muestra las correlaciones intertrimestrales adelantadas (+)/retrasadas (-) basadas en las cifras de vacantes del período comprendido entre el primer trimestre de 2006 y el segundo trimestre de 2010.

Propiedades de la tasa de vacantes de la zona del euro como indicador retardado y adelantado

Existen diversas razones por las que es útil para el análisis económico evaluar en el momento oportuno la evolución de los puestos de trabajo vacantes. Concretamente, las vacantes pueden tener determinadas propiedades como indicador adelantado en lo que se refiere a la evolución del empleo y de los salarios. Un simple análisis dinámico de correlación sugiere que las variaciones de la tasa de vacantes en la zona del euro suelen anticipar, en uno o dos trimestres, a cambios en el crecimiento del empleo y de la tasa de paro. Al mismo tiempo, la tasa parece que se mueve simultáneamente, o incluso con un ligero desfase, respecto a las variaciones del PIB real (véase gráfico B).

La relación entre desempleo y vacantes: la curva de Beveridge de la zona del euro

La tasa de vacantes también es útil para el análisis estructural. La curva de Beveridge describe la relación a largo plazo entre la tasa de paro y la tasa de vacantes (véase gráfico C). Normalmente, durante el ciclo económico, la curva de Beveridge presenta un patrón contrario a las agujas del reloj, y muestra la evolución de la economía desde las fases expansivas (con menor desempleo y mayor número de vacantes) a la contracción de la actividad (con mayor paro y menor número de vacantes). Los movimientos de la curva de Beveridge a lo largo del tiempo son de especial interés, ya que son indicativos de cambios estructurales en la relación entre desempleo y puestos de trabajo vacantes⁵.

5 Véase también el recuadro titulado «La relación paro/vacantes en la zona del euro» en el Boletín Mensual de diciembre de 2002.

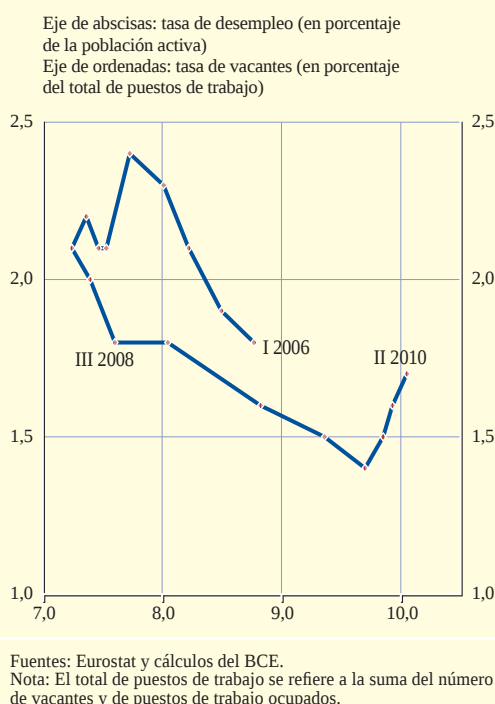
Cabe interpretar que los movimientos hacia posiciones más cercanas al origen de la curva indican una mayor eficiencia en la asignación («emparejamiento») de trabajadores en paro y puestos de trabajo vacantes.

Como puede observarse en el gráfico C, la curva de Beveridge de la zona del euro ha estado moviéndose hacia posiciones más cercanas al origen de coordenadas (desempleo y vacantes) hasta 2008, lo que puede haberse interpretado como que los mercados de trabajo mostraban una tendencia hacia una mayor eficiencia en el emparejamiento, posiblemente como resultado de la reformas estructurales introducidas en los mercados de trabajo al inicio de la década⁶. No obstante, en fechas más recientes, los acusados movimientos hacia fuera observados desde el segundo semestre de 2009 sugieren una cierta paralización de dicho proceso. Con todo, es aconsejable ser cautos y no extraer conclusiones demasiados firmes en relación con la evolución estructural a partir de tan pocas observaciones, especialmente en una fase tan temprana de la recuperación.

La elevada concentración sectorial de las pérdidas de empleo observadas en la reciente recesión plantea preguntas importantes acerca de la velocidad a la que es posible que los trabajadores despedidos sean recolocados en la fase de recuperación. En algunos sectores —por ejemplo, en la construcción y en algunas industrias manufactureras—, es probable que las reducciones de plantilla sean permanentes. Al mismo tiempo, puede que la recuperación genere otras oportunidades de empleo en sectores en crecimiento. Será preciso que las políticas de empleo garanticen la flexibilidad suficiente para permitir que se produzca la necesaria reasignación entre sectores. Si no se hacen frente a estos desafíos, cabe la posibilidad de que el paro estructural de la zona del euro siga aumentando, a pesar del incremento de la tasa de vacantes.

⁶ Véase, por ejemplo, el artículo titulado «Ajustes de los mercados de trabajo a la recesión en la zona del euro» en el Boletín Mensual de julio de 2010, así como R. Duval y J. Elmeskov, «The effects of EMU on structural reforms in labour and product markets», Working Paper Series, n.º 596, BCE, marzo de 2006.

Gráfico C La curva de Beveridge de la zona del euro



4.3 PERSPECTIVAS DE LA ACTIVIDAD ECONÓMICA

De cara al futuro, se espera que el crecimiento del PIB real de la zona del euro se modere en el segundo semestre del año. No obstante, se mantiene el favorable impulso subyacente de la recuperación. La actividad está respaldada por la recuperación en curso a nivel mundial, que tiene un efecto positivo sobre las exportaciones de la zona del euro, así como por la orientación acomodaticia de la política monetaria y por las medidas adoptadas para restablecer el funcionamiento del sistema financiero. Sin embargo, se prevé que el proceso de ajuste de los balances llevado a cabo en distintos sectores atenúe el ritmo de la recuperación.

Se considera que los riesgos para las perspectivas económicas tienden ligeramente a la baja, y sigue reinando la incertidumbre. Por una parte, el comercio mundial podría recuperarse con más rapidez de lo esperado. Por otra parte, sigue preocupando el recrudecimiento de las tensiones en los mercados de petróleo y de otras materias primas, las presiones proteccionistas y la posibilidad de que se produzca una corrección desordenada de los desequilibrios mundiales.

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 6 de octubre, el euro se apreció un 5,5% en términos nominales, revirtiendo así la anterior tendencia a la baja observada desde finales de 2009. La apreciación fue generalizada frente a todas las principales monedas.

TIPO DE CAMBIO EFECTIVO DEL EURO

El 6 de octubre 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 5,5% por encima del nivel registrado a finales de junio de 2010, pero un 5,2% por debajo de la media de 2009 (véase gráfico 33). La apreciación del euro fue generalizada y vino acompañada de un descenso de la volatilidad implícita de los tipos de cambio bilaterales de la moneda única frente a otras principales monedas.

DÓLAR ESTADOUNIDENSE/EURO

En los tres meses transcurridos hasta el 6 de octubre de 2010, el euro se apreció frente al dólar estadounidense, cotizando en esa fecha a 1,39 dólares, un 12,9% por encima del nivel observado a finales junio y alrededor de un 0,6% por debajo de la media de 2009. Esta fuerte apreciación del euro frente a la moneda estadounidense estuvo determinada, principalmente, por la evolución relativa a corto plazo de las economías de Estados Unidos y la zona del euro, así como por las expectativas generadas por las políticas económicas en Estados Unidos. En el mismo período de tres meses, la volatilidad implícita del tipo de cambio entre el dólar estadounidense y el euro registró un ligero descenso, tanto en el horizonte de corto plazo como en el de largo plazo (véase gráfico 34).

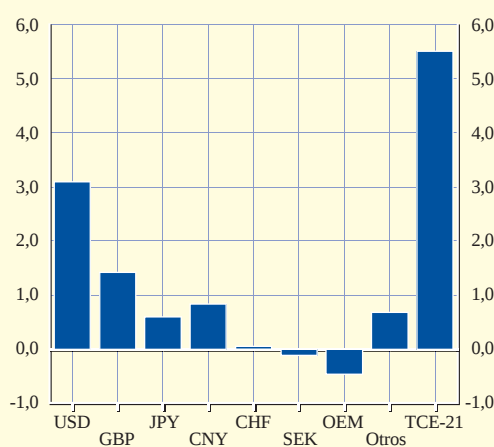
Gráfico 33 Tipo de cambio efectivo del euro (TCE-21) y sus componentes¹⁾

(datos diarios)

Índice: I 1999 = 100



Contribuciones a las variaciones del TCE-21²⁾
Del 30 de junio de 2010 al 6 de octubre de 2010
(en puntos porcentuales)



Fuente: BCE.

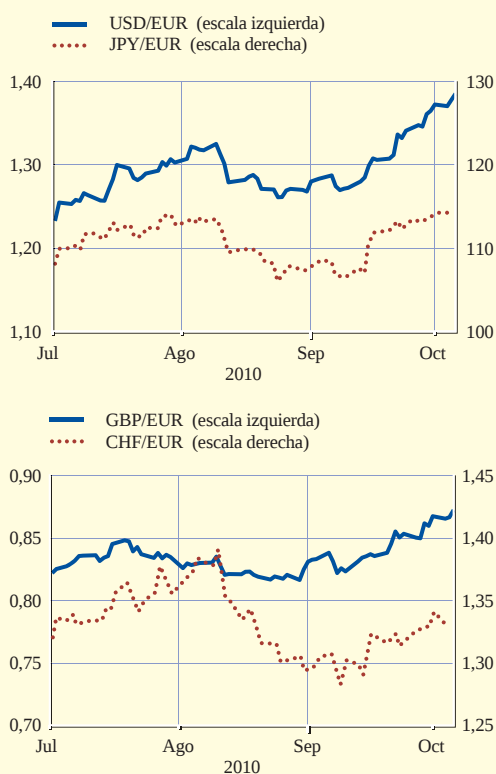
1) Un aumento del índice supone una apreciación del euro frente a las monedas de los 21 socios comerciales más importantes de la zona del euro (incluidos todos los Estados miembros de la UE que no pertenecen a la zona del euro).

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.

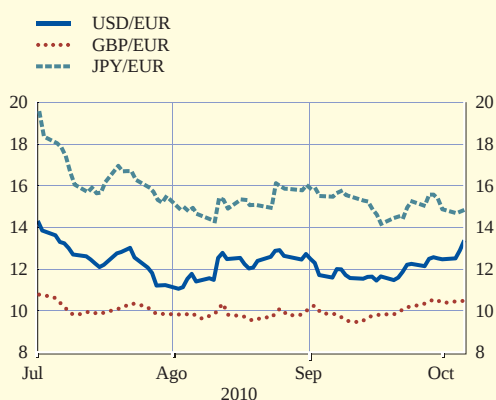
Gráfico 34 Evolución de los tipos de cambio y volatilidades implícitas

(datos diarios)

Tipos de cambio



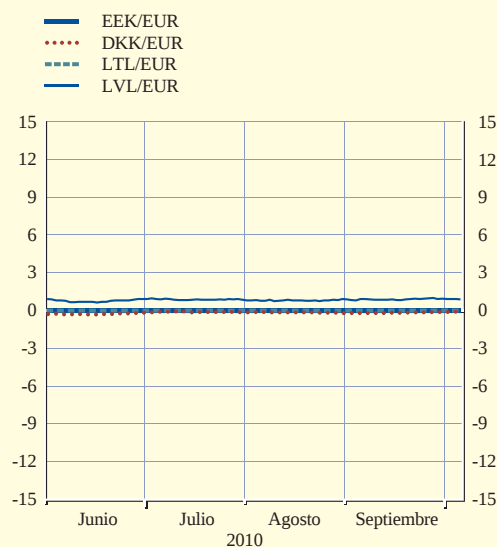
Volatilidades implícitas del tipo de cambio (a tres meses)



Fuentes: Bloomberg y BCE.

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 $\pm 15\%$.

YEN/EURO

En los tres meses transcurridos hasta el comienzo de octubre, el euro se apreció también frente al yen japonés, cotizando en esa fecha a 115 yenes, un 5,7% por encima del nivel observado a finales de junio, pero todavía un 11,8% por debajo de la media de 2009. Durante ese mismo período de tres meses, la volatilidad implícita del tipo de cambio entre estas dos monedas se redujo 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 6 de octubre 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 latvón siguió situándose en la zona débil de la

banda de fluctuación de $\pm 1\%$ establecida unilateralmente.

Por lo que respecta a las monedas de los Estados miembros de la UE que no participan en el MTC II, en los tres meses transcurridos hasta el 6 de octubre, el euro se apreció un 6,8% frente a la libra esterlina,

cotizando en esa fecha a 0,87 libras. Durante el mismo período, el euro se depreció un 4,5% frente a la corona checa, un 5,5% frente al forint húngaro y un 4,8% frente al zloty polaco.

OTRAS MONEDAS

El euro se apreció ligeramente frente al franco suizo en los tres meses transcurridos hasta el 6 de octubre, cotizando en esa fecha a 1,34 francos, es decir un 0,6% por encima del nivel de finales de junio. Durante el mismo período, el euro se apreció frente al renminbi chino y frente al dólar de Hong Kong, siguiendo una evolución, en general, paralela a la observada frente al dólar estadounidense.

5.2 BALANZA DE PAGOS

El comercio de bienes con países no pertenecientes a la zona del euro siguió creciendo en julio de 2010, aunque a un ritmo más lento que a comienzos del año. En julio, el déficit por cuenta corriente de la zona del euro, acumulado de doce meses, se redujo de forma notable, hasta 49,8 mm de euros (alrededor del 0,6% del PIB de la zona del euro). En la cuenta financiera, las entradas netas del agregado de inversiones directas y de cartera se redujeron de nuevo, registrando un total acumulado de 170,3 mm de euros en el año transcurrido hasta julio.

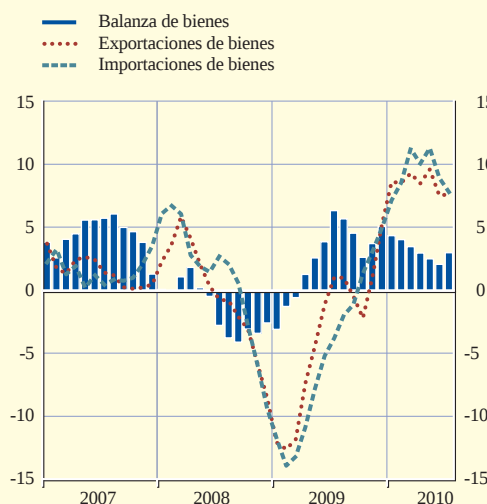
COMERCIO Y BALANZA POR CUENTA CORRIENTE

El comercio de bienes con países no pertenecientes a la zona del euro siguió creciendo en julio de 2010, aunque a un ritmo más lento en comparación con las tasas de crecimiento registradas a comienzos de 2010. Los datos de la balanza de pagos indican que las exportaciones de bienes a países no pertenecientes a la zona del euro aumentaron, en términos nominales, un 7,6% en los tres meses transcurridos hasta julio de 2010, frente al incremento del 8,5% observado en los tres meses transcurridos hasta abril de 2010 (véanse gráfico 36 y cuadro 7).

La moderación del crecimiento económico a escala mundial y la gradual desaparición de factores transitorios, como las medidas de estímulo fiscal y el ciclo de existencias, probablemente han influido en la desaceleración del crecimiento del comercio en los últimos meses (véase también el recuadro 2, titulado «Tendencias del comercio mundial tras la crisis financiera»). No obstante, las exportaciones de la zona del euro todavía se ven favorecidas por el crecimiento de la demanda externa de los principales socios comerciales de la zona, así como por los aumentos de la competitividad vía precios registrados como consecuencia de la depreciación del euro hasta junio. Los datos de Eurostat sobre exportaciones en términos reales y deflatores de exportación sugieren que el crecimiento de las exportaciones en términos nominales ha estado determinado por las variaciones en términos reales observadas en los últimos meses, aún

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.

cuando los precios de exportación se han incrementado desde comienzos del año.

Siguiendo una evolución similar a la de las exportaciones, el crecimiento de las importaciones nominales de bienes provenientes de fuera de la zona del euro también experimentó una desaceleración, hasta el 7,8%, en los tres meses transcurridos hasta julio de 2010. En términos nominales, las importaciones siguieron estando respaldadas por la sólida demanda interna. Además, el incremento de las exportaciones podría haberse traducido en un aumento de la demanda de importaciones, dada la fuerte dependencia de las exportaciones respecto a las importaciones de bienes intermedios. En conjunto, el crecimiento de las importaciones nominales provenientes de fuera de la zona del euro puede atribuirse, principalmente, al aumento de la inflación de los precios de importación como consecuencia de la depreciación del euro hasta junio y de la subida de los precios de las materias primas.

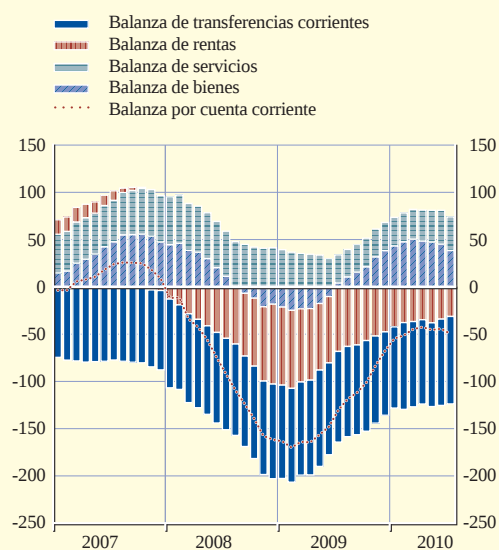
El comercio de servicios con países no pertenecientes a la zona del euro siguió registrando tasas de crecimiento menores que el comercio de bienes en los tres meses transcurridos hasta julio de 2010. En términos nominales, las exportaciones de servicios crecieron a una tasa del 2,7%, alrededor de un punto porcentual por encima de la registrada en el período de tres meses precedente. Las importaciones de servicios aumentaron, en términos nominales, a una tasa intertrimestral del 4,6%, es decir, un incremento de unos tres puntos porcentuales en comparación con el período de tres meses anterior (véase cuadro 7).

En el año transcurrido hasta julio, el déficit por cuenta corriente, acumulado de doce meses, se redujo de forma significativa, hasta 49,8 mm de euros (alrededor del 0,6% del PIB de la zona del euro), frente a los 130,4 mm de euros contabilizados en el mismo período un año antes (véanse gráfico 37 y cuadro 7). Pese al hecho de que las exportaciones crecieron a un ritmo más lento que las importaciones en los tres meses transcurridos hasta julio, el superávit comercial en bienes y servicios aumentó en comparación con el registrado un año antes (véase cuadro 7). Este aumento, sumado al descenso de los déficits de las balanzas de rentas y de transferencias corrientes, contribuyó a la reducción del déficit por cuenta corriente.

De cara al futuro, se prevé que las exportaciones de bienes a países no pertenecientes a la zona del euro sigan creciendo en el corto plazo, como lo sugieren los datos disponibles procedentes de las encuestas y los indicadores de coyuntura. No obstante, dado que la actividad económica mundial probablemente se moderará, la recuperación del comercio podría experimentar una nueva pérdida de impulso. Aunque el índice PMI de nuevos pedidos exteriores del sector manufacturero de la zona del euro, disponible hasta septiembre de 2010, sigue situándose muy por encima del umbral de 50, que separa la expansión de la contracción, se ha venido reduciendo en los últimos meses, reflejando la evolución del PMI global de nuevos pedidos (véase también la sección 1).

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.

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

(datos desestacionalizados, salvo indicación en contrario)

			Media móvil de tres meses Período que finalizó en				Cifras acumuladas de 12 meses hasta	
	2010 Jun	2010 Jul	2009 Oct	2010 Ene	2010 Abr	2010 Jul	2009 Jul	2010 Jul
<i>mm de euros</i>								
Cuenta corriente	-3,8	-3,8	-5,8	-1,2	-4,7	-5,0	-130,4	-49,8
Bienes	2,5	3,4	2,6	4,3	2,9	3,0	4,2	38,5
Exportaciones	134,1	132,6	105,0	114,0	123,6	133,0	1.376,8	1.426,5
Importaciones	131,6	129,2	102,4	109,6	120,6	130,0	1.372,5	1.388,0
Servicios	2,6	2,2	2,7	3,1	3,3	2,7	29,6	35,6
Exportaciones	41,1	41,6	38,3	39,7	40,3	41,4	491,5	479,0
Importaciones	38,5	39,3	35,7	36,5	36,9	38,6	461,9	443,4
Rentas	-1,2	-1,4	-3,4	-2,5	-1,8	-2,9	-68,4	-31,3
Transferencias corrientes	-7,8	-8,0	-7,7	-6,2	-9,2	-7,8	-95,9	-92,5
Cuenta financiera¹⁾	-1,3	-10,5	2,6	8,3	0,3	1,5	109,2	38,2
Total inversiones directas y de cartera netas	-1,0	-25,7	27,9	27,8	-7,4	8,4	243,2	170,3
Inversiones directas netas	-7,9	-1,9	-9,0	4,8	-18,5	-7,4	-161,7	-90,4
Inversiones de cartera netas	6,9	-23,8	36,9	23,0	11,1	15,8	404,8	260,7
Acciones y participaciones	19,8	2,4	-3,3	2,4	-3,5	14,0	-4,2	28,6
Valores distintos de acciones	-12,8	-26,3	40,3	20,6	14,6	1,9	409,0	232,1
Bonos y obligaciones	4,6	-15,3	19,4	8,6	2,5	9,9	120,4	121,6
Instrumentos del mercado monetario	-17,4	-10,9	20,8	12,0	12,1	-8,0	288,6	110,6
Otras inversiones netas	-2,2	18,7	-23,3	-23,6	10,3	-23,3	-163,9	-126,3
<i>variaciones porcentuales sobre el período anterior</i>								
Bienes y servicios								
Exportaciones	0,9	-0,6	-1,7	7,2	6,7	6,4	-11,0	2,0
Importaciones	1,6	-0,9	0,3	5,9	7,8	7,0	-10,1	-0,2
Bienes								
Exportaciones	1,4	-1,1	-2,2	8,6	8,5	7,6	-13,1	3,6
Importaciones	1,8	-1,8	1,3	7,1	10,0	7,8	-12,8	1,1
Servicios								
Exportaciones	-0,6	1,0	-0,2	3,5	1,5	2,7	-4,3	-2,5
Importaciones	1,0	2,2	-2,6	2,4	1,1	4,6	-0,8	-4,0

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.

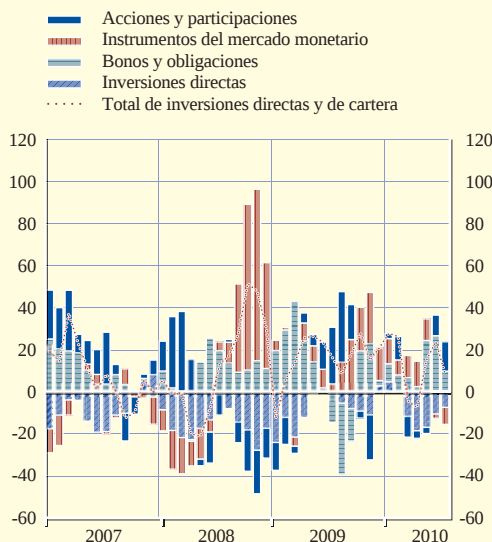
CUENTA FINANCIERA

En los tres meses transcurridos hasta julio de 2010, el agregado de inversiones directas y de cartera registró, en promedio, entradas netas mensuales por importe de 8,4 mm de euros, frente a unas salidas netas de 7,4 mm de euros en el período de tres meses precedente (véanse gráfico 38 y cuadro 7). Este cambio de signo fue resultado tanto de un descenso de las salidas netas de inversiones directas como de un aumento de las entradas netas de inversiones de cartera.

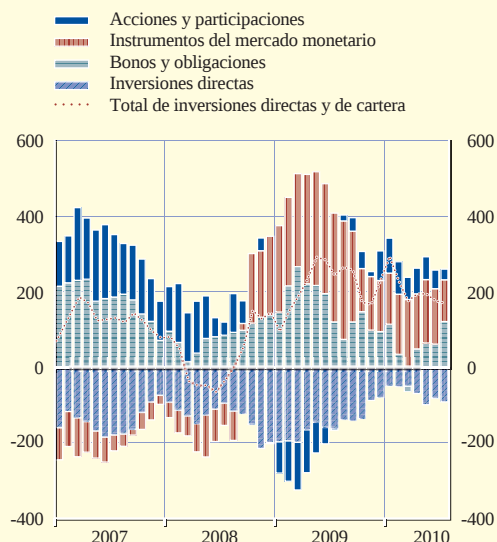
En los tres meses transcurridos hasta julio, el descenso de las salidas netas de inversiones directas refleja una moderación de las inversiones en el exterior, principalmente en forma de préstamos entre empresas relacionadas por parte de residentes en la zona del euro a sus filiales en el exterior. Por lo que se refiere a la evolución de las entradas netas de inversiones de cartera, estas estuvieron determinadas por movimientos compensatorios en los mercados de renta variable y de renta fija. Por un lado, se ha producido un cambio de signo, de salidas netas a entradas netas, en la inversión en valores de renta variable, debido principalmente a una reducción de los activos exteriores en poder de residentes en la zona del euro y a la repatriación de fondos. Ello podría reflejar un aumento de la incertidumbre entre los inversores residentes en la zona del euro respecto a las perspectivas económicas fuera de la zona. Por otro lado, la evolución del mercado de renta fija indica que las inversiones de no residentes en la zona del

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.

euro en bonos y obligaciones de la zona registraron una acusada caída en julio. No obstante, ello podría indicar una normalización de las inversiones en este tipo de valores por parte de los no residentes, tras los fuertes aumentos registrados en respuesta a las tensiones observadas en los mercados financieros en los meses anteriores.

Por lo que respecta a la evolución a más largo plazo, las entradas netas del agrado de inversiones directas y de cartera se redujeron hasta situarse en 170,3 mm de euros en los doce meses transcurridos hasta julio de 2010, frente a los 243,2 mm de euros contabilizados en el mismo período un año antes, principalmente como consecuencia del descenso de las entradas netas de inversiones de cartera (véase cuadro 7). La desagregación de las inversiones de cartera por tipos de instrumento indica que dicho descenso tuvo su origen en nuevas caídas de las entradas netas de valores distintos de acciones y, en particular, en una disminución de las inversiones de no residentes en la zona del euro en instrumentos del mercado monetario de la zona.