

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 a medida que se desvanecen los efectos del ciclo de existencias y de las políticas de estímulo fiscal, como lo corrobora la evidencia más reciente basada en las encuestas. En general, las presiones inflacionistas han seguido siendo más bien moderadas, especialmente en las economías avanzadas, mientras que en las economías emergentes más dinámicas se han dejado sentir con algo más de intensidad.

I.1 EVOLUCIÓN DE LA ECONOMÍA MUNDIAL

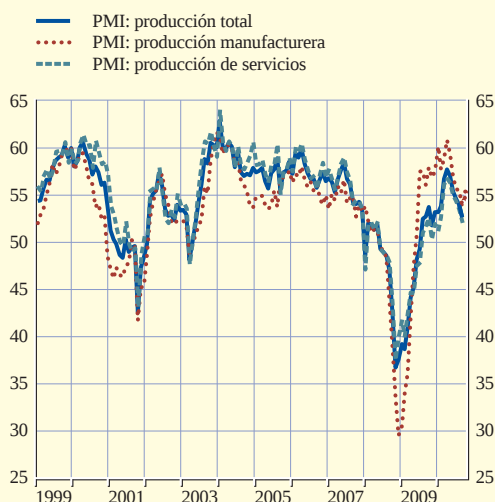
Aunque la recuperación de la economía mundial sigue su curso, el ritmo se ha moderado ligeramente a medida que se han ido desvaneciendo los efectos del ciclo de existencias y de las políticas de estímulo fiscal. En las economías avanzadas, la combinación de varios factores (la debilidad de las perspectivas del mercado de trabajo, el proceso de desapalancamiento actualmente en curso y los bajos niveles de confianza de los consumidores) también ha contribuido a la desaceleración de la actividad. En las economías emergentes, el crecimiento ha seguido siendo sólido, aunque se ha moderado últimamente.

En octubre, el índice PMI global de producción del sector manufacturero se situó en 55,7, lo que representa un incremento respecto al nivel de 53,8 registrado en septiembre e indica que la actividad creció a un ritmo más rápido por primera vez en seis meses. No obstante, la moderación del ritmo de crecimiento ha continuado en el segundo semestre del año (véase gráfico 1).

Las presiones inflacionistas han seguido siendo relativamente moderadas en las economías avanzadas, mientras que, en los mercados emergentes más dinámicos, se han intensificado ligeramente. Según los últimos datos disponibles, en los países de la OCDE, la inflación medida por los precios de consumo fue del 1,7% en septiembre de 2010, frente al 1,6% de agosto (véase gráfico 2). Excluidos la energía y los

Gráfico 1 PMI: producción mundial

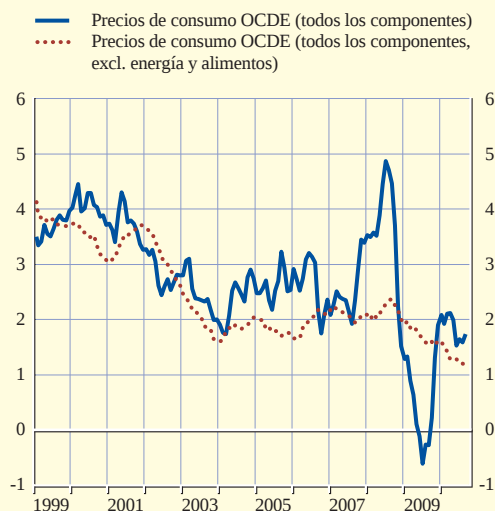
(índice de difusión; datos mensuales desestacionalizados)



Fuente: Markit.

Gráfico 2 Evolución internacional de los precios

(datos mensuales; tasas de variación interanual)



Fuente: OCDE.

alimentos, la inflación interanual, medida por los precios de consumo, fue del 1,2% en septiembre, sin variación con respecto a agosto. Como indican los índices PMI globales de precios de los bienes intermedios, los precios de compra aumentaron en el sector manufacturero en octubre, pero se mantuvieron por debajo de los niveles anteriores a la crisis.

ESTADOS UNIDOS

En Estados Unidos, la recuperación de la actividad económica se estabilizó en el tercer trimestre de 2010 tras registrar una desaceleración en el segundo trimestre. Según la estimación preliminar de la Oficina de Análisis Económico, el crecimiento intertrimestral del PIB real, en tasa anualizada, se situó en el 2% en el tercer trimestre y estuvo determinado, principalmente, por la solidez del gasto en consumo y la acumulación de existencias. El crecimiento de la inversión empresarial también siguió siendo robusto y compensó con creces la debilidad de la inversión residencial. Al mismo tiempo, el crecimiento se vio empañado por una fuerte contribución negativa de la demanda exterior neta que, no obstante, fue menor que la observada en el segundo trimestre. Los indicadores basados en las encuestas de opinión sugieren que la actividad se está estabilizando en el sector manufacturero. De cara al futuro, se prevé que la recuperación continúe a un ritmo más moderado en comparación con otras recesiones. Un nuevo deterioro de la actividad en el sector inmobiliario y la frágil situación del mercado laboral podrían limitar el ritmo de actividad.

Por lo que respecta a la evolución de los precios, la inflación interanual, medida por el IPC, fue del 1,1% en septiembre de 2010, sin variación con respecto al mes anterior. La inflación general se vio estimulada por un incremento del índice energético y de una subida de los precios de los alimentos. Excluidos la energía y los alimentos, la tasa de inflación interanual se redujo hasta el 0,8% en septiembre, el nivel más bajo registrado desde 1961, lo que refleja la notable atonía de los mercados de productos y trabajo de Estados Unidos.

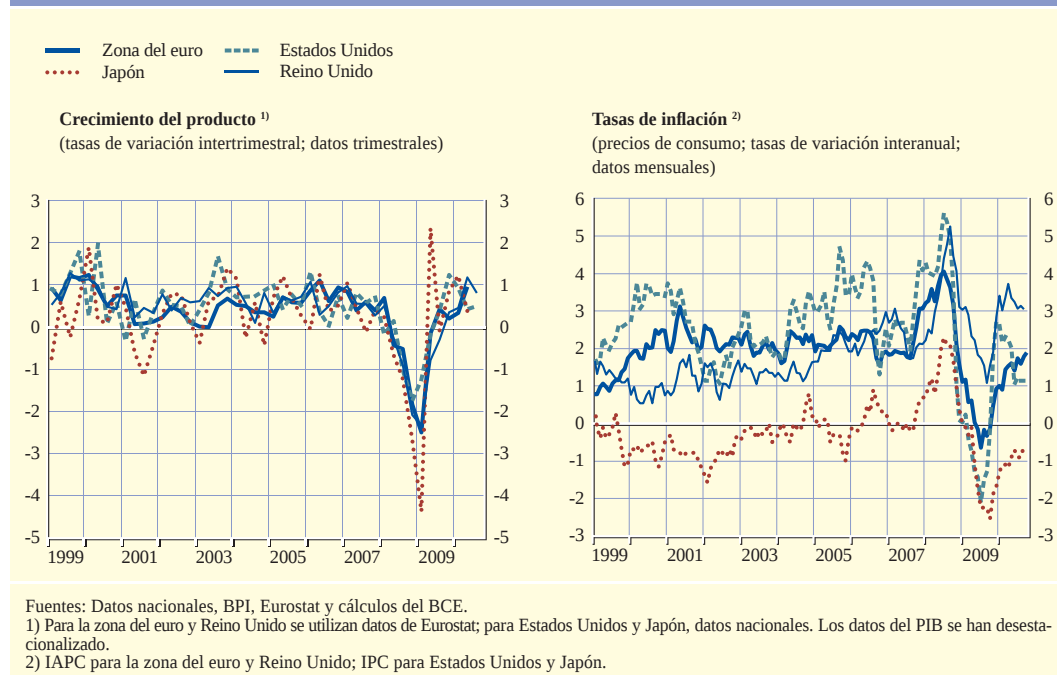
El 3 de noviembre, el Comité de Operaciones de Mercado Abierto de la Reserva Federal decidió mantener, sin variación, el objetivo fijado para el tipo de interés de los fondos federales en una banda del 0% al 0,25% y siguió previendo que la situación económica probablemente justifique que el tipo de interés de los fondos federales se mantenga en niveles excepcionalmente bajos durante un período prolongado. Asimismo, el Comité anunció su intención de comprar otros 600 mm de dólares estadounidenses en valores del Tesoro a más largo plazo de aquí al final del segundo trimestre de 2011, a un ritmo de unos 75 mm de dólares al mes, y de ajustar el programa de compras en la medida de lo necesario para estimular al máximo el empleo y la estabilidad de precios.

JAPÓN

En Japón, la actividad económica ha ido perdiendo impulso recientemente y se ha registrado una desaceleración de la tasa de crecimiento intertrimestral del PIB real, que ha pasado del 1,2% observado en el primer trimestre a un 0,4% en el segundo trimestre (véase gráfico 3). Los últimos datos disponibles apuntan a un nuevo debilitamiento de la actividad. Concretamente, la tasa de crecimiento interanual de las exportaciones nominales descendió en septiembre por séptimo mes consecutivo, lastrando la frágil recuperación económica. La producción industrial se redujo un 1,9%, en tasa intermensual, en septiembre, tras un descenso del 0,5%, en cifras revisadas, en agosto. Esta evolución podría reflejar, principalmente, la moderación de la demanda externa y la finalización del programa de incentivos introducido por las autoridades para la compra de automóviles.

Por lo que respecta a la evolución de los precios, la inflación interanual, medida por el IPC, se situó en el -0,6% en septiembre, frente al -0,9% de agosto. Excluidos los alimentos frescos, el IPC descendió

Gráfico 3 Principales indicadores de las economías más industrializadas



un 1,1%, en tasa interanual, mientras que si se excluyen los alimentos frescos y la energía, el descenso fue del 1,5%.

En su reunión de 28 de octubre de 2010, el Banco de Japón decidió mantener sin variación el objetivo fijado para los tipos de interés de los préstamos a un día sin garantía entre el 0,0% y el 0,1%. También decidió las principales condiciones de los detalles operativos del programa de compras de activos —anunciado el 5 de octubre— encaminado a flexibilizar aún más la política monetaria.

REINO UNIDO

En el Reino Unido ha continuado la recuperación económica. El PIB real creció un 0,8%, en tasa intertrimestral, en el tercer trimestre de 2010, tras el 1,2% registrado en el segundo trimestre (véase gráfico 3). La recuperación ha sido generalizada en los principales sectores económicos, siendo la construcción, los servicios empresariales y las finanzas los que más han contribuido al crecimiento. Los precios de la vivienda descendieron en el segundo y tercer trimestres (en tasa intertrimestral). 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 acusada a comienzos 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 septiembre. 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 en el 0,5% el tipo de interés oficial al que se remuneran las reservas de las entidades de crédito.

OTROS PAÍSES EUROPEOS

En conjunto, la situación económica ha seguido mejorando en el segundo trimestre de 2010 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, en tasa intertrimestral, un 1,9% en Suecia y un 1,7%, en Dinamarca, de lo que se deduce que la recuperación ha cobrado impulso en ambos países. En septiembre, la inflación interanual, medida por el IAPC, se situó en el 2,5% en Dinamarca y en el 1,5% 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 respaldando la recuperación. La demanda ha seguido siendo relativamente moderada, debido a las medidas de austeridad fiscal adoptadas en algunos países, así como a la frágil situación de los mercados de trabajo y de crédito. En conjunto, los indicadores de corto plazo apuntan a que se mantendrá la recuperación, impulsada por la demanda externa, en todos los países salvo en Rumanía. En septiembre de 2010, la inflación se situó en el 1,8% en la República Checa, en el 2,5% en Polonia y en el 3,7% en Hungría. En Rumanía, se alcanzó una tasa notablemente más alta, del 7,7% en septiembre, que refleja, en parte, el efecto del reciente incremento del IVA.

ECONOMÍAS EMERGENTES DE ASIA

Según indican los últimos datos disponibles, el crecimiento en las economías emergentes de Asia siguió siendo dinámico en el tercer trimestre de 2010. No obstante, el ritmo de la expansión ha registrado una ligera desaceleración en comparación con el segundo trimestre, como se desprende de los indicadores sobre producción industrial y exportaciones y de alguna estimación preliminar del PIB para el tercer trimestre. En varios países, la demanda interna privada se ha convertido ahora en el principal factor determinante del crecimiento económico. En septiembre, la inflación media aumentó ligeramente en la región en comparación con agosto. Las presiones al alza sobre las tasas de inflación han tenido su origen, principalmente, en la subida de los precios de los alimentos y se prevé que serán de carácter transitorio.

En China, la tasa de crecimiento interanual del PIB real experimentó un nuevo retroceso, hasta el 9,6%, en el tercer trimestre de 2010, desde el 10,3% y el 11,9% registrados, respectivamente, en el segundo y primer trimestres. La inversión privada y la demanda exterior neta son los factores que respaldan cada vez más el crecimiento, en un entorno de gradual retirada de las políticas de estímulo. No obstante, debido a la desaceleración de la demanda externa, también se redujo el crecimiento de las exportaciones, aunque se mantuvo en un nivel elevado. El superávit comercial, si bien descendió en septiembre, fue de 65,6 mm de dólares estadounidenses en el tercer trimestre de este año, el mayor superávit trimestral registrado desde comienzos de 2008. Las presiones inflacionistas se han intensificado, pero se prevé que seguirán estando limitadas por el persistente exceso de capacidad productiva de la economía. En septiembre, la inflación interanual, medida por los precios de consumo y por los precios industriales, se situó en el 3,6% y el 4,3%, respectivamente. Los precios de los activos se incrementaron de nuevo en octubre, estimulados, en parte, por los tipos de interés reales negativos de los depósitos. El aumento de la confianza en la economía real, unido a la intensificación de las presiones sobre los precios de los activos, llevó al Banco Central de la República Popular China a elevar, el 19 de octubre, los tipos de interés de referencia de los préstamos y de los depósitos en 25 puntos básicos, hasta el 2,5% y el 5,56%, respectivamente. Las exigencias de reservas de las entidades de crédito más grandes se incrementaron en otros 50 puntos básicos, hasta el 17,5%.

AMÉRICA LATINA

En América Latina la actividad ha seguido siendo dinámica y las tasas de inflación se han mantenido prácticamente estables. En Brasil, la producción industrial creció a una tasa interanual del 8,9% en agosto de

2010, frente al 8,8% registrado en julio. La inflación interanual, medida por el IPC, fue del 4,6% en septiembre, frente al 4,4% del mes anterior. En Argentina, la actividad económica siguió creciendo rápidamente, registrándose un aumento de la producción industrial del 10,1%, en tasa interanual, en septiembre, la misma tasa que en agosto. La inflación, medida por el IPC, se situó en el 11,1% en septiembre. Por último, cabe señalar la solidez de la actividad económica en México, donde se registró un incremento interanual de la producción industrial del 7,9% en agosto, frente al 6% observado en julio. La inflación interanual no experimentó variación en septiembre en comparación con agosto, manteniéndose en un 3,7%.

1.2 MERCADOS DE MATERIAS PRIMAS

Los precios del petróleo subieron en octubre. El 3 de noviembre de 2010, el precio del barril de Brent se situaba en 85,3 dólares estadounidenses, un 9% 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 90,5 dólares estadounidenses el barril.

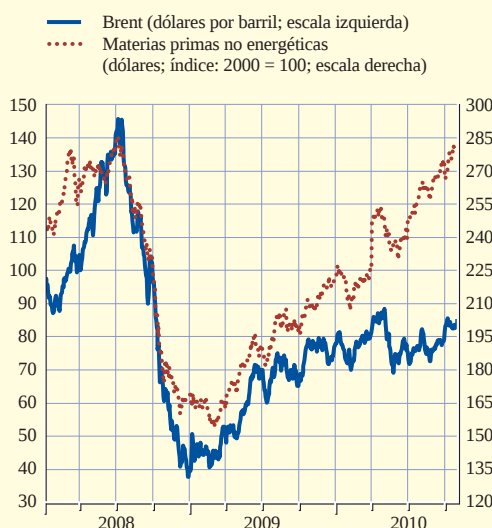
Por lo que respecta a las variables fundamentales, la demanda de petróleo sigue creciendo vigorosamente en los países no pertenecientes a la OCDE y se está recuperando de forma sostenida en los países de esta organización. En su informe de octubre, la Agencia Internacional de la Energía revisó al alza sus proyecciones de demanda para 2010 y 2011. Por lo que se refiere a la oferta, la OPEP decidió, en su reunión más reciente, no incrementar las cuotas de producción. No obstante, la capacidad de producción de petróleo sigue siendo holgada, debido en parte a un aumento de la producción mayor de lo esperado en Estados Unidos y Rusia.

Los precios de las materias primas no energéticas también se incrementaron en octubre. En el caso de los alimentos, los precios siguieron aumentando notablemente, impulsados en particular por el maíz, la soja y el cacao. Sin embargo, los precios del trigo experimentaron un ligero descenso tras haber aumentado de forma sustancial en los últimos meses. También subieron los precios de los metales, especialmente los del estaño, el plomo y el zinc, al igual que los del algodón, que mantuvieron su trayectoria ascendente. En cifras agregadas, el índice de precios de las materias primas no energéticas (denominado en dólares estadounidenses) se situaba, a finales de octubre, un 25% por encima del nivel de comienzos del año.

1.3 PERSPECTIVAS DEL ENTORNO EXTERIOR

De cara al futuro, los indicadores adelantados apuntan a que se mantendrá la moderación del ritmo de crecimiento de la economía mundial. En agosto, los indicadores sintéticos adelantados de la OCDE expe-

Gráfico 4 Evolución de los precios de las materias primas



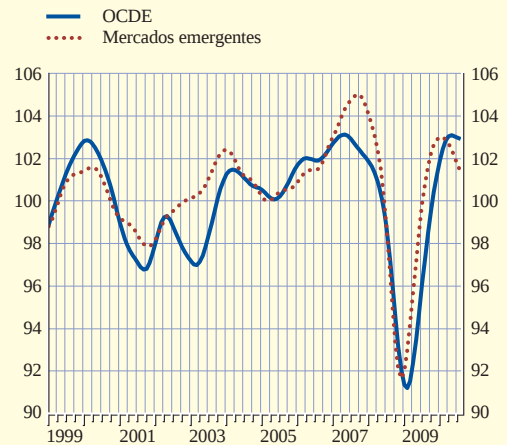
Fuentes: Bloomberg y HWWI.

rimentaron una caída, que fue más pronunciada en los mercados emergentes (véase gráfico 5). Además, los datos basados en las encuestas sugieren que el crecimiento del comercio internacional probablemente seguirá perdiendo impulso en los próximos meses.

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

Gráfico 5 Indicadores sintéticos adelantados de la OCDE

(datos mensuales; ajustados a la amplitud del ciclo)



Fuente: OCDE.

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

2 EVOLUCIÓN MONETARIA Y FINANCIERA

2.1 DINERO Y CRÉDITO DE LAS IFM

Las tasas de crecimiento interanual de M3 y de los préstamos de las IFM al sector privado prácticamente no experimentaron variaciones en septiembre. Los moderados flujos mensuales observados ese mes pueden reflejar ciertos reajustes, tras los flujos relativamente elevados registrados en agosto, si bien plantean cierta incertidumbre en torno a la fortaleza de la recuperación de la evolución monetaria. Aunque las tasas de crecimiento de M3 y de los préstamos han repuntado gradualmente en los últimos meses, se mantienen en niveles relativamente reducidos. En general, se mantiene la valoración de que la expansión monetaria subyacente es moderada y de que, a medio plazo, las presiones inflacionistas son contenidas. La evolución por sectores de los préstamos al sector privado aporta nueva evidencia de que se ha alcanzado un punto de inflexión en la tasa de crecimiento interanual de los préstamos a las sociedades no financieras. La tasa de crecimiento interanual de los préstamos de las IFM a los hogares, que registró un punto de inflexión en 2009, se ha estabilizado. Por último, los principales activos de las IFM disminuyeron en septiembre, invirtiendo, en parte, la fuerte expansión observada en meses anteriores.

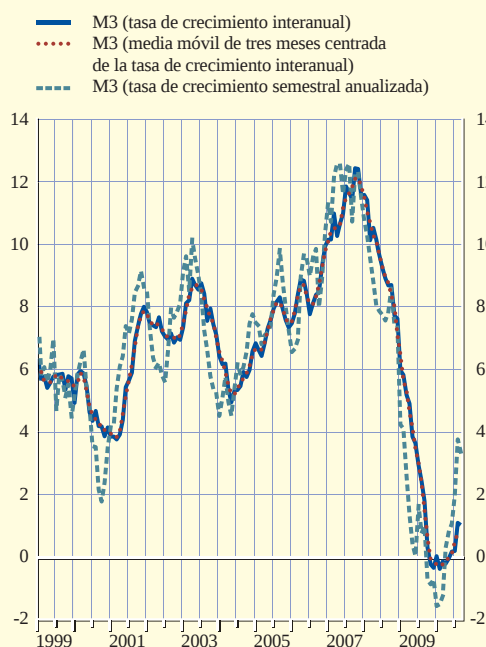
EL AGREGADO MONETARIO AMPLIO M3

La tasa de crecimiento interanual de M3 prácticamente no se modificó en septiembre, mes en que se situó en el 1%, desde el 1,1% de agosto (véase gráfico 6). Aunque la tasa de crecimiento intermensual fue ligeramente negativa, del -0,1%, esta evolución se produjo tras un crecimiento particularmente acusado en agosto, del 0,9%. La evolución a corto plazo de M3 —medida por las tasas de crecimiento trimestral y semestral anualizadas— continuó siendo más dinámica que en el primer semestre del año. Esto proporciona evidencia preliminar de que el crecimiento monetario de la zona del euro se ha recuperado, pero la volatilidad observada en los últimos meses también implica incertidumbre acerca de la fortaleza de esta recuperación.

La evolución general de M3 sigue reflejando la pronunciada pendiente de la curva de rendimientos. No obstante, la reasignación de fondos a gran escala desde instrumentos de M3 hacia activos financieros no incluidos en este agregado monetario parece haber disminuido en los últimos meses, ya que la curva se ha aplanado ligeramente desde principios de año. Por el lado de los componentes, el descenso marginal observado en el crecimiento interanual de M3 en septiembre oculta una acusada desaceleración del crecimiento de M1, que quedó sobradamente compensada por la evolución registrada en otros componentes, especialmente en los depósitos a corto plazo distintos de los depósitos a la vista (esto es, M2-M1). Es probable que esto se deba al aumento de los diferenciales de remuneración de estas categorías de depósitos.

Gráfico 6 Crecimiento de M3

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



Fuente: BCE.

En cuanto a las contrapartidas, la moderación observada en la tasa de crecimiento interanual de M3 quedó reflejada en la tasa de crecimiento interanual de los préstamos al sector privado, que también fue reducida. A escala de sectores, el crecimiento interanual de los préstamos a las sociedades no financieras volvió a ser menos negativo, aportando nueva evidencia de una tímida recuperación, mientras que la tasa de crecimiento interanual de los préstamos a los hogares disminuyó ligeramente, aunque siguió siendo positiva.

Los principales activos mantenidos por las IFM de la zona del euro experimentaron un acusado descenso en septiembre, invirtiendo, en parte, la considerable expansión observada el mes anterior. En el período de tres meses transcurrido hasta septiembre, el balance de este sector continuó incrementándose, impulsado principalmente por el crédito al sector privado.

PRINCIPALES COMPONENTES DE M3

La tasa de crecimiento interanual de M3 continúa ocultando diferencias en las tasas de crecimiento de los distintos componentes. Sin embargo, estos diferenciales se han reducido considerablemente en los últimos meses. El crecimiento interanual de M1 se ha desacelerado sustancialmente, mientras que las tasas de crecimiento interanual de los depósitos a corto plazo distintos de los depósitos a la vista y, en menor medida, de los instrumentos negociables (esto es, M3-M2) han pasado a ser bastante menos negativas.

La tasa de crecimiento interanual de M1 experimentó un acusado descenso en septiembre, mes en que se situó en el 5,9%, desde el 7,7% de agosto, como consecuencia de un flujo mensual de salida especialmente elevado en los depósitos a la vista. Desde el máximo registrado en agosto de 2009, la tasa de crecimiento interanual de M1 ha experimentado una caída de 7,5 puntos porcentuales. Es probable que la evolución reciente de M1 haya estado determinada por consideraciones relacionadas con las carteras. El acusado aumento de la pendiente de la curva de rendimientos a finales de 2008 hizo que se registraran abultadas entradas en M1 procedentes de otros instrumentos incluidos en M3, que no fueron sostenidas al no producirse un nuevo aumento de la pendiente. Además, las mejoras recientes de la remuneración de los depósitos a corto plazo distintos de los depósitos a la vista, en comparación con la de los depósitos a la vista, han favorecido reajustes dentro de M3 y se han plasmado en un mayor crecimiento de este tipo de depósitos.

La tasa de crecimiento interanual de los depósitos a corto plazo distintos de los depósitos a la vista se incrementó hasta situarse en el -2,7% en septiembre, desde el -4,6% de agosto. Esta evolución estuvo impulsada por una tasa de crecimiento interanual de los depósitos a corto plazo (esto es, los depósitos a plazo hasta dos años) bastante menos negativa, mientras que la tasa de crecimiento interanual de los depósitos de ahorro a corto plazo (es decir, los depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses) experimentó un ligero descenso pero siguió siendo muy positiva. Los flujos mensuales fueron positivos, tanto en el caso de los depósitos a corto plazo como en el de los depósitos de ahorro a corto plazo.

La tasa de crecimiento interanual de los instrumentos negociables aumentó ligeramente y se situó en el -5% en septiembre, desde el -5,1% de agosto. Dentro de estos instrumentos, la tasa de crecimiento interanual de las cesiones temporales se redujo por primera vez desde enero de 2010. No obstante, esta evolución debe considerarse en un contexto de fuerte crecimiento en los meses anteriores y de un flujo mensual positivo. La tasa de crecimiento interanual de las participaciones en fondos del mercado monetario disminuyó de nuevo, ya que el flujo positivo observado en agosto no se repitió.

La tasa de crecimiento interanual de los depósitos de M3, que incluyen los depósitos a corto plazo y las cesiones temporales, y que constituyen el agregado monetario más amplio para el que se dispone de un detalle

puntual por sectores, experimentó un leve aumento en septiembre, tras haber registrado aumentos considerables los dos meses anteriores. En cuanto a la evolución por sectores, la contribución de los intermediarios financieros no monetarios distintos de los fondos de pensiones y las empresas de seguros (OIF) disminuyó ligeramente, aunque este sector continuó siendo el que más contribuyó al crecimiento de este componente. Desde principios de 2009, la contribución de los OIF a la tasa de crecimiento interanual de los depósitos de M3 ha estado impulsada principalmente por las cesiones temporales. La contribución del sector privado no financiero no se modificó en septiembre, ya que la leve mejora de la contribución de los hogares quedó contrarrestada por el descenso marginal de la de las sociedades no financieras. Ambos sectores contribuyeron considerablemente a este reajuste observado en M3 en septiembre. No obstante, mientras los hogares parecen haber trasvasado fondos de los depósitos a la vista a los depósitos de ahorro a corto plazo, las sociedades no financieras lo hicieron de los depósitos a la vista a los depósitos a corto plazo.

PRINCIPALES CONTRAPARTIDAS DE M3

En cuanto a las contrapartidas de M3, la tasa de crecimiento interanual del crédito total concedido por las IFM a residentes en la zona del euro experimentó un leve descenso y se situó en el 2% en septiembre, desde el 2,2% de agosto. Esta evolución se debió a que las tasas de crecimiento interanual del crédito otorgado al sector privado y a las Administraciones Públicas disminuyeron ligeramente (véase cuadro 1). La evolución del crédito al sector público estuvo impulsada por la nueva moderación observada en el ritmo de adquisiciones de valores de este sector por parte de las IFM, reflejando, en cierta medida, el reciente aplanamiento de la curva de rendimientos.

La tasa de crecimiento interanual del crédito otorgado al sector privado se redujo hasta situarse en el 0,9%. Esta evolución estuvo impulsada, principalmente, por la acusada reducción de las tenencias de valores distintos de acciones del sector privado. Al mismo tiempo, la tasa de crecimiento interanual de los préstamos al sector privado no se modificó y permaneció en el 1,2%. Al igual que en meses anteriores, las operaciones de titulización fueron moderadas en septiembre y su impacto sobre el crecimiento de los préstamos al sector privado fue insignificante.

Cuadro 1 Cuadro resumen de variables monetarias

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

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

Fuente: BCE.

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

Cuadro 2 Préstamos de las IFM al sector privado

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

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

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.

El hecho de que la tasa de crecimiento interanual de los préstamos al sector privado no se modificara ocultó un aumento de la tasa de crecimiento interanual de los préstamos a las sociedades no financieras, aunque en septiembre se mantuvo negativa, en el -0,6%, desde el -1,1% de agosto (véase cuadro 2). Esta mejora se debió a un flujo mensual positivo por segundo mes consecutivo, impulsado principalmente por los préstamos con vencimiento hasta un año. La tasa de crecimiento interanual de los préstamos a los hogares experimentó un ligero descenso y se situó en el 2,8%, desde el 2,9% de agosto. Esta evolución reflejó fundamentalmente la disminución general, observada desde la primavera, de los flujos mensuales de préstamos para adquisición de vivienda. La tasa de crecimiento interanual del crédito al consumo pasó a ser más negativa en septiembre, mientras que la de otros préstamos registró un ligero aumento.

Datos recientes proporcionan nueva evidencia de que se ha alcanzado un punto de inflexión en la tasa de crecimiento interanual de los préstamos a las sociedades no financieras. Al mismo tiempo, es probable que la recuperación de los préstamos otorgados por las IFM a las sociedades no financieras sea moderada, habida cuenta de que, actualmente, la recuperación es desigual en los distintos países y sectores económicos (para más detalles sobre las necesidades de financiación de las empresas detalladas por sectores, véase el recuadro titulado «El papel de los distintos sectores en la evolución reciente de los préstamos de las IFM a las sociedades no financieras»). La posibilidad de que algunas empresas estén recurriendo a la financiación interna o a la financiación en los mercados también puede conllevar un menor recurso a los préstamos de las IFM. El hecho de que el crecimiento de los préstamos a los hogares se haya estabilizado recientemente en tasas positivas pero moderadas pone de relieve la fragilidad de la recuperación de la evolución del crédito, dado el entorno actual. Para más detalles de la evolución de la demanda de préstamos por parte de las empresas y los hogares de la zona del euro y de los criterios aplicados por las entidades de crédito en la aprobación de préstamos, véase el recuadro titulado «Resultados de la encuesta sobre préstamos bancarios de la zona del euro de octubre de 2010». En el recuadro titulado «Cuentas integradas de la zona del euro del segundo trimestre de 2010», que figura en la sección 2.6, se presenta un análisis más detallado del ahorro, la inversión y la financiación por sectores institucionales.

Recuadro I

EL PAPEL DE LOS DISTINTOS SECTORES EN LA EVOLUCIÓN RECIENTE DE LOS PRÉSTAMOS DE LAS IFM A LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS

Una regularidad empírica relacionada con el ciclo de crédito es que los puntos de inflexión del crecimiento interanual de los préstamos de las IFM a las sociedades no financieras muestran un retardo de unos tres a cuatro trimestres¹ con respecto a los del crecimiento del PIB. Los Incrementos observados en los últimos meses en la tasa de crecimiento interanual de los préstamos a las sociedades no financieras sugieren que esta tasa tocó fondo en el primer trimestre de 2010, lo que sería coherente con las regularidades históricas. No obstante, esas regularidades históricas representan el promedio de los resultados de varios ciclos económicos y de crédito. Por consiguiente, no cabe esperar que se cumplan totalmente en cada uno de los ciclos. Por ejemplo, pueden producirse desviaciones si las diversas ramas de actividad del sector de sociedades no financieras difieren en términos de su propensión a obtener financiación a través de préstamos bancarios, o si su evolución coyuntural presenta grandes desequilibrios o desplazamientos. Considerando lo anterior, se analiza, a continuación, la evolución reciente de los préstamos de las IFM a las sociedades no financieras por ramas de actividad, utilizando un conjunto de datos para la zona del euro que, a partir de ahora, el BCE divulgará periódicamente².

Participación de las distintas ramas de actividad en los préstamos totales a las sociedades no financieras

Se dispone de datos sobre los préstamos de la zona del euro para diez ramas de actividad seleccionadas. No obstante, a efectos de este trabajo y, para facilitar la comparación con la actividad económica, estas ramas se agrupan en cuatro sectores relativamente amplios³. De todos ellos, el sector servicios recibió el porcentaje más elevado de préstamos a las sociedades no financieras entre el primer trimestre de 2003 y el segundo trimestre de 2010 (en promedio, aproximadamente un 68% de los préstamos), seguido de la industria (que representó alrededor del 19%), la construcción (9%) y la agricultura (4%) (véase gráfico A).

Todos estos porcentajes corresponden, grosso modo, a los porcentajes respectivos del valor añadido total. No obstante, se aprecian algunas diferencias, aún teniendo en cuenta el hecho de que las desagregaciones disponibles no son totalmente comparables (dado que las definiciones de los sectores no son idénticas en los dos conjuntos de datos). Concretamente, las participaciones de la construcción y la agricultura en el valor añadido son —con un 6% y un 2%, respectivamente— notablemente menores que en el caso de los préstamos, mientras que ocurre lo contrario con los servicios. Dentro

1 Véase el recuadro titulado «Préstamos al sector privado no financiero durante el ciclo económico en la zona del euro» en el Boletín Mensual del BCE de octubre de 2009.

2 Para más información sobre el grado de armonización, cobertura y puntualidad de estos datos, véase la nota explicativa de noviembre de 2010, titulada «Loans from monetary financial institutions to non-financial corporations by branch of activity», que puede consultarse en la dirección del BCE en Internet. Véase también el análisis presentado en el recuadro titulado «Evolución de los préstamos de las IFM a las sociedades no financieras por rama de actividad» en el Boletín Mensual del BCE de diciembre de 2009.

3 Las ramas de actividad se han agrupado de la manera siguiente: «agricultura» comprende agricultura, silvicultura y pesca; «construcción» incluye únicamente construcción; «industria» comprende manufacturas, minería y abastecimiento de electricidad, gas y agua, y «servicios» comprende las actividades del sector inmobiliario y administración, comercio al por mayor y minorista, transporte y comunicaciones, así como «otros» servicios. La desagregación de los préstamos a las sociedades no financieras que se emplea en este recuadro no incluye la sección K (servicios financieros y de seguros) ni la sección O (administración pública y defensa, y seguridad social obligatoria) de la clasificación NACE Revisión 2. En el caso de estas dos secciones, se supone que los sectores institucionales correspondientes forman parte, principalmente, del sector de instituciones financieras y del sector de Administraciones Públicas y no del sector de sociedades no financieras.

del sector servicios, la participación de las actividades relacionadas con el sector inmobiliario y la administración de empresas en el volumen total de préstamos es, en particular, mayor que el porcentaje del valor añadido total que representan estas ramas de actividad.

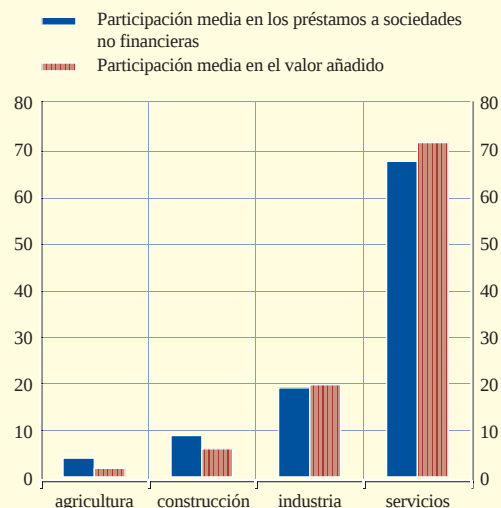
Estas diferencias reflejan las diversas modalidades de financiación y liquidez de cada una de las ramas de actividad, así como el acceso a la financiación de mercado o la posibilidad de recurrir a fondos internos. No obstante, reflejan también la naturaleza del proceso de producción, en el que, por ejemplo, los costes fijos son muy altos en las primeras etapas y solo se dispone de liquidez al final del proceso. Los sectores que, por uno o varios de estos motivos, presentan un alto grado de «intensidad en préstamos» (es decir, una ratio elevada de préstamos bancarios con respecto al valor añadido) son, por ejemplo, la construcción, el sector inmobiliario y la agricultura.

Contribuciones de los distintos sectores a la evolución reciente de los préstamos totales a las sociedades no financieras

Los últimos datos disponibles sugieren que las tasas de crecimiento interanual de los préstamos a las empresas de los sectores de la construcción y la industria podrían haber tocado fondo en el primer trimestre de 2010 y habrían comenzado a repuntar en el segundo trimestre (aunque, en el caso de la industria, se mantienen en valores negativos; véase gráfico B). Por el contrario, la tasa de crecimiento interanual de los préstamos al sector servicios no solo siguió siendo negativa en el segundo trimestre de 2010, sino que se redujo de nuevo ligeramente. En conjunto, estas contribuciones menos negativas de la construcción y la industria compensaron con creces la contribución más negativa de los servicios. Así pues, la tasa de crecimiento interanual de los préstamos totales a las sociedades no financieras se incrementó en el segundo trimestre de 2010 y creó expectativas de que se había alcanzado un punto de inflexión en el ciclo de crecimiento de los préstamos (véase gráfico C).

Gráfico A Participación en los préstamos a sociedades no financieras y en el valor añadido por rama de actividad

(porcentajes)

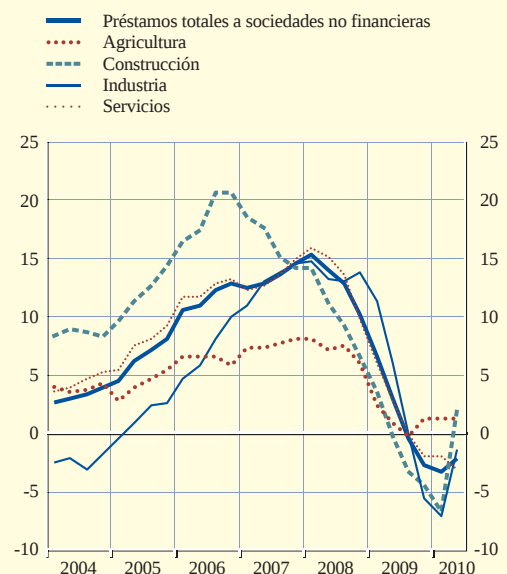


Fuente: BCE.

Notas: Medias del período comprendido entre el primer trimestre de 2003 y el segundo trimestre de 2010. Véase, en la nota 3, una definición precisa de los grandes grupos representados en el gráfico.

Gráfico B Tasas de crecimiento interanual de los préstamos a sociedades no financieras por rama de actividad

(tasas de variación interanual)



Fuente: BCE.

Nota: Véase, en la nota 3, una definición precisa de los grandes grupos representados en el gráfico.

Examinando el ciclo económico (medido por la tasa de crecimiento interanual del PIB real), la recuperación que se inició en el primer semestre de 2009 estuvo determinada, en gran medida, por el mayor crecimiento del producto en el sector industrial. Por el contrario, el crecimiento en la construcción fue a la zaga, manteniéndose claramente las tasas negativas en el segundo trimestre de 2010. Esta desigual recuperación contrasta con recuperaciones anteriores —como las registradas a principios de las décadas de 1990 y de 2000, cuando los repentes del crecimiento del producto en la industria y la construcción fueron más acompasados entre sí— y podría haber entrañado un retraso en la recuperación del crecimiento de los préstamos totales a las sociedades no financieras. Concretamente, el hecho de que el sector de la construcción haya ido a la zaga de los otros significa que su contribución al crecimiento de dichos préstamos ha sido insignificante, a diferencia de la notable contribución que cabría haber esperado en vista de la elevada intensidad en préstamos que caracteriza a este sector.

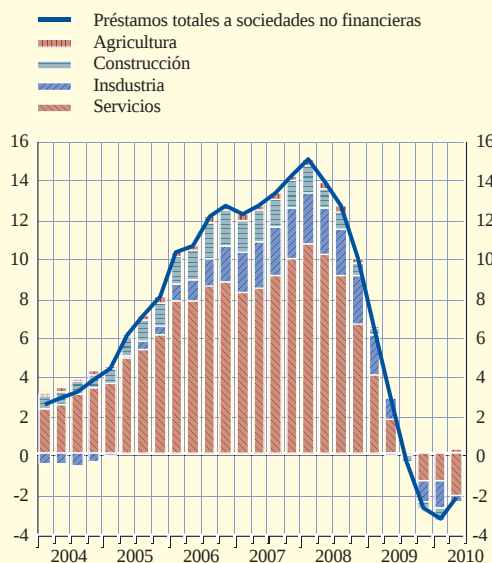
No obstante, el hecho de que la recuperación observada del producto en el sector manufacturero haya sido más acusada de lo normal significa que, a pesar de que este sector registra una menor intensidad en préstamos, la recuperación del crecimiento de los préstamos totales a las sociedades no financieras no ha experimentado retardo en comparación con recuperaciones anteriores. El patrón de crecimiento del producto en los servicios es, en general, coherente con el del crecimiento del valor añadido total, aunque tanto la profundidad de la recesión como la fuerza de la recuperación han sido más moderadas que en el caso de la industria. Dado que la serie temporal de los préstamos por ramas de actividad es relativamente corta, no es posible determinar si el retardo actual que registra el crecimiento de los préstamos al sector servicios en relación con el crecimiento del valor añadido en este sector es una característica normal del ciclo económico. No obstante, parte de este retardo podría deberse al hecho de que la reciente recesión ha tenido un impacto especialmente fuerte sobre ciertas ramas de actividad del sector servicios, como el sector inmobiliario, en las que la intensidad en préstamos es elevada.

Conclusión

En conjunto, el reciente repunte de la tasa de crecimiento de los préstamos de las IFM a las sociedades no financieras ha estado determinado, principalmente, por las recuperaciones de los préstamos a empresas en la construcción y la industria. Por el contrario, el crecimiento de los préstamos en el sector servicios sigue yendo a la zaga. No obstante, el sólido crecimiento del producto observado recientemente en los servicios podría alentar pronto a las empresas de este sector a recurrir más a los préstamos, con lo que la recuperación del crecimiento de los préstamos totales podría ser más generalizada y se haría aún más evidente la existencia de un punto de inflexión en el ciclo de los préstamos.

Gráfico C Contribuciones a la tasa de crecimiento interanual de los préstamos a sociedades no financieras por rama de actividad

(tasas de variación interanual; puntos porcentuales)



Fuente: BCE.

Nota: Véase, en la nota 3, una definición precisa de los grandes grupos representados en el gráfico.

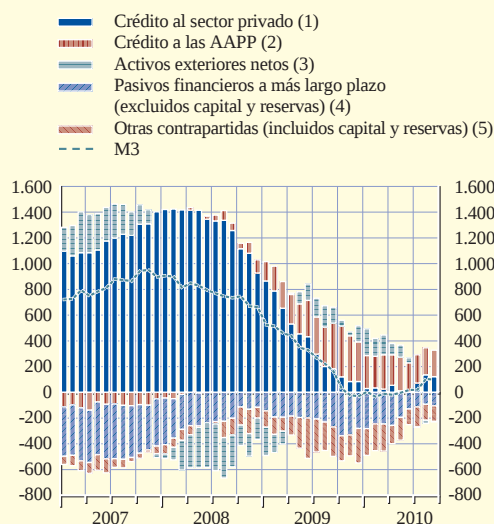
Entre las demás contrapartidas de M3, la tasa de crecimiento interanual de los pasivos financieros a más largo plazo de las IFM (excluidos capital y reservas) aumentó ligeramente en septiembre, interrumpiendo el descenso general observado desde octubre de 2009. Este incremento está relacionado con el repunte que ha experimentado la tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones a largo plazo de las IFM que mantienen el sector tenedor de dinero. Al mismo tiempo, la tasa de crecimiento interanual de los depósitos a más largo plazo se redujo, respaldando la valoración de que los desplazamientos registrados anteriormente desde los depósitos de M3 hacia depósitos a más largo plazo, favorecidos por la acusada pendiente de la curva de rendimientos, han disminuido en los últimos meses. La tasa de crecimiento interanual del capital y las reservas volvió a descender y se situó en el 5,9% en septiembre, desde el 7,5% de agosto.

Por último, en la posición acreedora neta frente al exterior del sector de las IFM se registraron salidas por importe de 2 mm de euros, en términos interanuales, en septiembre, en comparación con una salida por importe de 25 mm de euros en agosto (véase gráfico 7). Estos reducidos flujos netos de salida reflejan la persistencia de flujos interanuales de salida en los activos y pasivos exteriores. No obstante, desde finales de 2009, la contracción de los activos y pasivos exteriores de las IFM de la zona del euro se ha reducido, apuntando provisionalmente a la normalización gradual de su evolución.

En resumen, las tasas de crecimiento interanual de M3 y de los préstamos al sector privado prácticamente no experimentaron variaciones en septiembre. Ambas tasas han repuntado progresivamente en los últimos meses, pero desde una perspectiva histórica siguen estando en niveles relativamente reducidos. El impacto moderador de la acusada pendiente de la curva de rendimientos sobre el crecimiento de M3 está disminuyendo gradualmente, aunque su influencia sigue dando a entender que es probable que el crecimiento monetario subyacente sea más intenso 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.

Gráfico 7 Contrapartidas de M3

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



Fuente: BCE.

Nota: M3 figura solo como referencia ($M3 = 1 + 2 + 3 - 4 + 5$). Los pasivos financieros a más largo plazo (excluidos capital y reservas) figuran con signo invertido, porque son pasivos del sector IFM.

Recuadro 2

RESULTADOS DE LA ENCUESTA SOBRE PRÉSTAMOS BANCARIOS DE LA ZONA DEL EURO DE OCTUBRE DE 2010

En este recuadro se presentan los principales resultados de la encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro de octubre de 2010, que realiza el Eurosistema y que se llevó a cabo entre el 13 de

septiembre y el 1 de octubre de 2010¹. En general, el endurecimiento neto de los criterios que se aplican para la aprobación de préstamos a empresas y a hogares observado en el segundo trimestre de 2010 disminuyó en el tercer trimestre. Al mismo tiempo, la demanda neta de préstamos mostró señales contradictorias en los distintos tipos de prestatarios.

Préstamos y líneas de crédito a empresas

Criterios de aprobación del crédito: En el tercer trimestre de 2010, el porcentaje neto² de entidades que indicó que los criterios aplicados para la aprobación de préstamos y líneas de crédito a empresas se habían endurecido se redujo hasta el 4%, desde el 11% del trimestre anterior (véase gráfico A). Esta evolución fue acorde con las expectativas de las entidades participantes en la encuesta tres meses antes. Además, en general, los resultados de la encuesta para este sector fueron homogéneos en los distintos tamaños de empresas. El porcentaje neto de entidades que señaló que los citados criterios se habían endurecido descendió hasta el 7% para los préstamos concedidos a pequeñas y medianas empresas (pymes) y hasta el 5% para los otorgados a grandes empresas (en comparación con el 14% y el 12%, respectivamente, del trimestre anterior).

Entre los factores determinantes de la evolución general de los citados criterios, las entidades señalaron que su capacidad para acceder a la financiación en los mercados (el 3%, frente al 9% del segun-

- 1 La fecha límite para la recepción de los datos de las entidades participantes fue el 1 de octubre de 2010. El 28 de octubre de 2010 se publicó una valoración exhaustiva de los resultados, que se puede consultar en la dirección del BCE en Internet.
- 2 El porcentaje neto se refiere a la diferencia entre el porcentaje de entidades que ha indicado que los criterios de concesión de los préstamos se han endurecido y el de las que han señalado que se han relajado. Un porcentaje neto positivo indica que las entidades participantes han tendido a endurecer los criterios de aprobación («se han endurecido en términos netos»), mientras que un porcentaje neto negativo es indicativo de que las entidades han tendido a relajar los citados criterios («se han relajado en términos netos»).

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

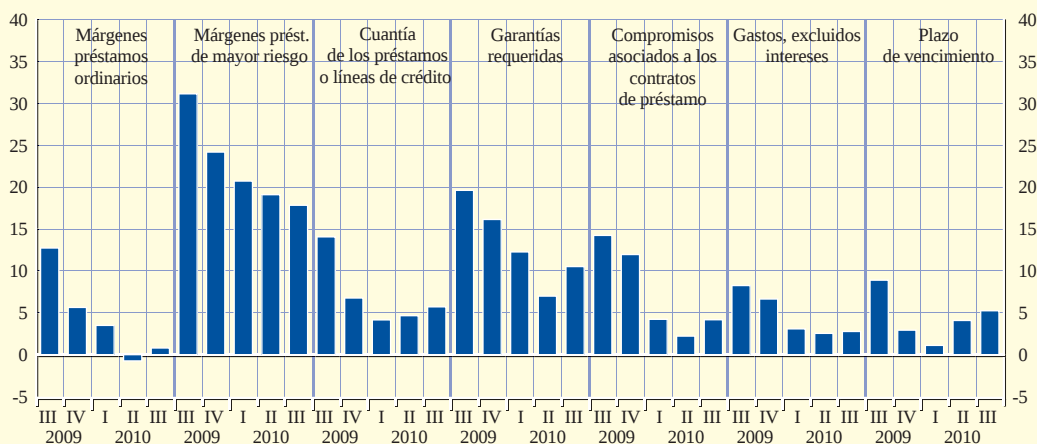
(en porcentaje neto)



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

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

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



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

do trimestre de 2010) y su situación de liquidez (el 1%, frente al 6% tres meses antes) habían contri-
buido algo menos al endurecimiento neto de los criterios aplicados en la aprobación de préstamos
que en la encuesta anterior. En cambio, la contribución de factores relacionados con el ciclo econó-
mico (por ejemplo, las expectativas relativas a la actividad económica en general y las perspectivas
relativas a sociedades o sectores concretos) al endurecimiento neto de los criterios prácticamente no
se modificó en el tercer trimestre de 2010.

En la mayor parte de los casos, la disminución observada en el endurecimiento neto de las condi-
ciones relacionadas con el precio y de otras condiciones aplicadas en la concesión de préstamos a
empresas desde el segundo semestre de 2008 se interrumpió en el tercer trimestre de 2010 (véase
gráfico B). Concretamente, los márgenes de los préstamos ordinarios, las garantías solicitadas y los
compromisos asociados a los contratos de préstamo se endurecieron en el tercer trimestre. En los
distintos tamaños de empresas, al igual que en el trimestre anterior, los márgenes aplicados a
los préstamos ordinarios concedidos a grandes empresas disminuyeron (el -2%, sin variaciones
con respecto al segundo trimestre de 2010), mientras que el endurecimiento neto de los márgenes
aplicados a los préstamos otorgados a pymes se redujo hasta el 3% (desde el 8% de la encuesta
anterior).

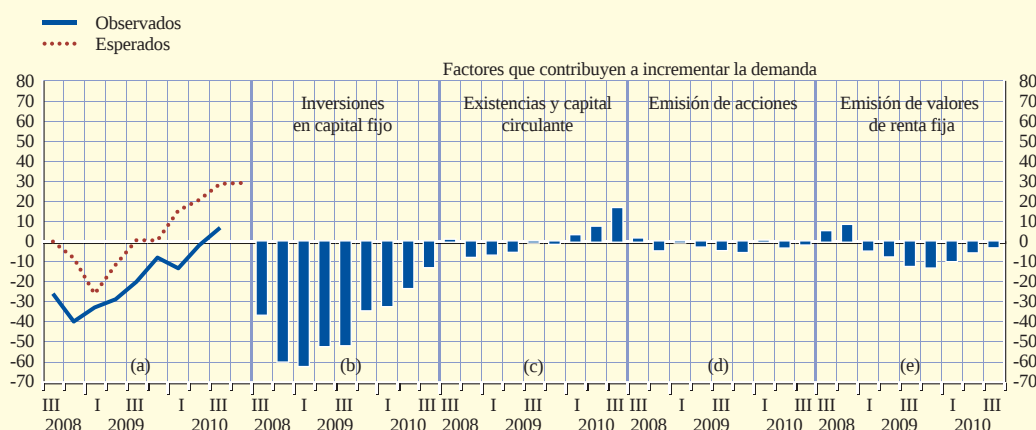
De cara al futuro, en términos netos, las entidades de la zona del euro participantes en la encuesta
esperan que el endurecimiento neto de los criterios de aprobación aplicados a los préstamos a empre-
sas permanezca estable, en general, en el cuarto trimestre de 2010 (en el 5%; véase gráfico A).

Demanda de préstamos: En el tercer trimestre de 2010, la demanda neta de préstamos por parte de
empresas³ pasó a ser positiva (el 7%, en comparación con el -2% del segundo trimestre de 2010 y el
-13% del primer trimestre), después de permanecer durante más de dos años en niveles negativos
(véase gráfico C). La evolución observada en los distintos tamaños de empresas fue similar. Para los

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

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

(en porcentaje neto)



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

préstamos concedidos tanto a pymes como a grandes empresas, las entidades de crédito de la zona del euro indicaron que la demanda neta había sido positiva, del 10% y el 3%, respectivamente (en comparación con el -3% y el -10% de la encuesta anterior).

El principal motivo de la mejora observada en la demanda neta de préstamos por parte de las empresas fue el aumento de las necesidades de financiación de existencias y capital circulante (el 17%, frente al 7% del segundo trimestre de 2010). Al mismo tiempo, la contribución negativa de la inversión en capital fijo pasó a ser algo menos pronunciada. De igual modo, la contribución negativa de la emisión de valores de renta fija y de valores de renta variable también disminuyó ligeramente, reflejo del hecho de que las empresas recurrieron menos a la financiación externa en los mercados financieros.

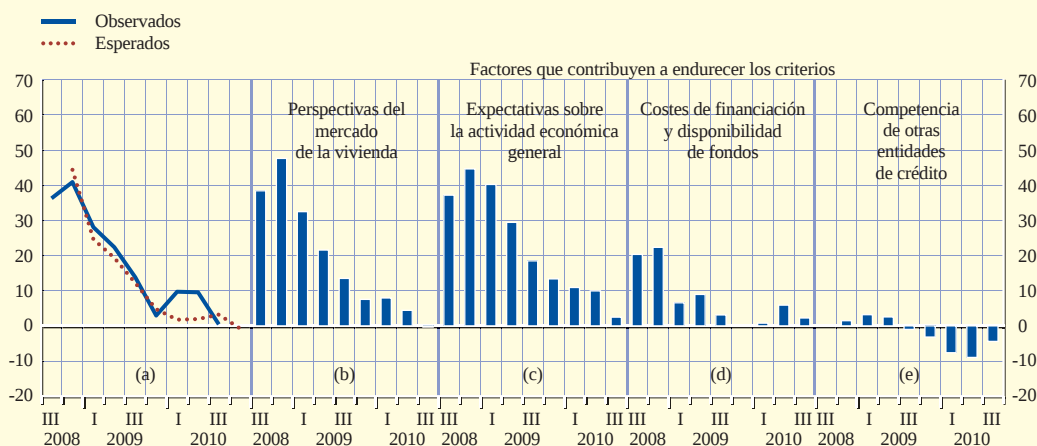
De cara al futuro, en términos netos, las entidades de crédito de la zona del euro esperan que la demanda neta de préstamos por parte de las empresas siga siendo positiva y que aumente considerablemente en el cuarto trimestre de 2010 (hasta el 29%), especialmente entre las pymes (hasta el 32%) y, en menor medida, entre las grandes empresas (hasta el 21%). De igual modo, las entidades participantes en la encuesta esperan un incremento de la demanda de préstamos tanto a corto como a largo plazo (hasta el 30% y el 21%, respectivamente) en el último trimestre de 2010.

Préstamos a hogares para adquisición de vivienda

Criterios de aprobación del crédito: En el tercer trimestre de 2010, el porcentaje neto de entidades que señaló que se había producido un endurecimiento de los criterios aplicados para la aprobación de préstamos a hogares para adquisición de vivienda se redujo hasta el 0%, desde el 10% de los dos trimestres anteriores (véase gráfico D). En cuanto a los factores determinantes de esta evolución, las entidades señalaron una contribución algo menos pronunciada de los factores relacionados con la percepción de riesgos, como las perspectivas relativas a la actividad económica en general (el 2% en

Gráfico D Cambios en los criterios de concesión de los préstamos a hogares para adquisición de vivienda

(en porcentaje neto)



Nota: Véanse las notas del gráfico A.

el tercer trimestre de 2010, desde el 10% del segundo trimestre) y las perspectivas relativas al mercado de la vivienda (el 0% en el tercer trimestre, frente al 4% del trimestre anterior), así como una menor presión por parte de los costes de financiación y disponibilidad de fondos de las entidades (el 2%, en comparación con el 6% de la encuesta anterior). Finalmente, al igual que en encuestas anteriores, la competencia entre entidades de crédito continuó contribuyendo a la relajación de los criterios aplicados para la aprobación de préstamos para adquisición de vivienda.

En general, las entidades de crédito continuaron endureciendo las condiciones aplicadas a los préstamos a hogares para adquisición de vivienda, aunque en menor medida (especialmente en lo que respecta a la relación entre el principal y el valor de la garantía y a las garantías solicitadas), o no las modificaron (como fue el caso de los márgenes aplicados a los préstamos de mayor riesgo). Al mismo tiempo, en términos netos, las entidades participantes en la encuesta indicaron que habían reducido los márgenes aplicados a los préstamos ordinarios (el -1%, en comparación con un endurecimiento neto del 3% en el segundo trimestre de 2010).

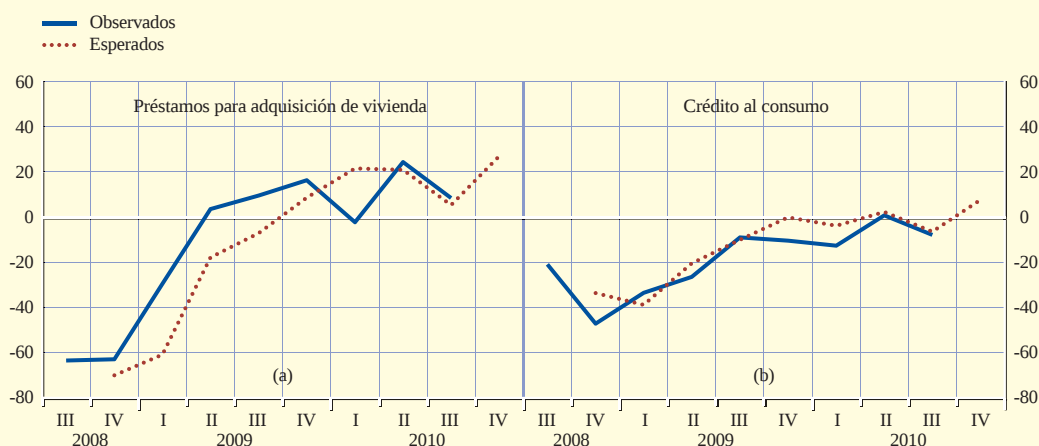
De cara al futuro, las entidades participantes en la encuesta esperan una ligera relajación de los criterios aplicados en la aprobación de préstamos a hogares para adquisición de vivienda en el último trimestre de 2010 (el -1%).

Demanda de préstamos: En general, en consonancia con las expectativas, la demanda neta de préstamos para adquisición de vivienda fue positiva en el tercer trimestre de 2010, aunque en un nivel más reducido que en la encuesta anterior (el 8%, en comparación con el 24%; véase gráfico E). Las entidades participantes en la encuesta señalaron que la contribución menos positiva de las perspectivas relativas al mercado de la vivienda y el aumento de la competencia de otras entidades habían sido los principales factores determinantes de esta evolución.

De cara al futuro, las entidades esperan un fuerte repunte de la demanda neta de préstamos para adquisición de vivienda en el último trimestre del año (el 27%).

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

(en porcentaje neto)



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

Crédito al consumo y otros préstamos a hogares

Criterios de aprobación del crédito: El porcentaje neto de entidades que indicó que los criterios de aprobación del crédito al consumo y otros préstamos a hogares se habían endurecido cayó hasta el 0%, tras más de dos años de endurecimiento continuado (véase gráfico F). Esta evolución fue algo mejor de lo esperado, ya que las entidades todavía preveían un endurecimiento de los criterios cuando se realizó la encuesta anterior. Al igual que en el caso de los préstamos para adquisición de vivienda,

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

(en porcentaje neto)



Nota: Véanse las notas del gráfico A.

parece que los factores relacionados con la percepción de riesgos desempeñaron un papel importante a la hora de explicar la nueva disminución del endurecimiento neto de los criterios de aprobación de esta modalidad de crédito. Más concretamente, las entidades señalaron una disminución de la contribución de la solvencia de los consumidores (el 4%, desde el 12% del segundo trimestre de 2010) y de las expectativas relativas a la actividad económica (el 5%, desde el 9% de la encuesta anterior).

De cara al futuro, las entidades esperan una relajación neta de los criterios de aprobación del crédito al consumo y otros préstamos a hogares (el -4%) en el cuarto trimestre de 2010.

Demanda de préstamos: En consonancia con las expectativas, la demanda neta de crédito al consumo disminuyó en el tercer trimestre de 2010, hasta el -8%, desde el 1% de la encuesta anterior (véase gráfico E). Los principales factores determinantes de este descenso estuvieron relacionados con el gasto en bienes de consumo duradero y la mayor competencia de otras entidades.

De cara al futuro, las entidades participantes en la encuesta esperan una demanda neta positiva de crédito al consumo y otros préstamos a hogares en el cuarto trimestre de 2010 (el 8%).

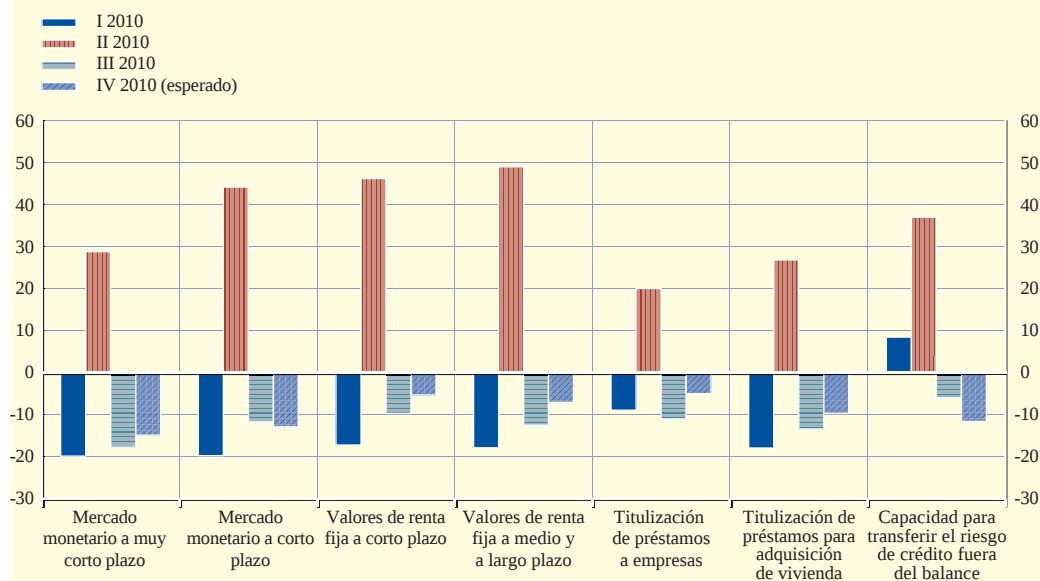
Preguntas ad hoc sobre el impacto de las turbulencias en los mercados financieros

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

Para el tercer trimestre de 2010, las entidades participantes en la encuesta indicaron que, en general, su acceso a la financiación en los mercados mayoristas había mejorado en todos los segmentos (véase gráfico G). Tras el deterioro registrado en el segundo trimestre del año, en un entorno de renovada preocupación acerca del riesgo soberano, la recuperación observada en el tercer trimestre fue mucho más rápida de lo esperado en la encuesta anterior. En términos netos, en el tercer trimestre de 2010, aproximadamente el 10%-20% de las entidades participantes en la encuesta (excluidas aquellas que respondieron «no es aplicable a mi entidad») señaló que el acceso a los mercados monetarios había mejorado (en comparación con el 30%-40% de las entidades que en la encuesta anterior había indicado que el acceso a estos mercados se había deteriorado), y alrededor del 10% de las entidades indicó que el acceso a los mercados de valores de renta fija había mejorado (frente al 40%-50% que señaló que las condiciones de acceso a estos mercados se habían deteriorado en el segundo trimestre de 2010). Además, el acceso a la titulización fuera de balance, o real, de préstamos a empresas y de préstamos a hogares para adquisición de vivienda mejoró en el tercer trimestre de 2010. En términos netos, aproximadamente el 10% de las entidades para las que esta línea de negocio es importante (alrededor del 60% de las entidades encuestadas) manifestó que el acceso a la titulización de los préstamos a empresas y de los préstamos para adquisición de vivienda había mejorado (en comparación con el 20%-30% de las entidades que, en la encuesta anterior, indicó que el acceso a este mercado se había deteriorado). Por otra parte, en términos netos, el 6% de las entidades para las que esta línea de negocio es relevante (que es el caso del 40% de las entidades encuestadas) señaló mejoras en el acceso a la titulización sintética, esto es, la capacidad para transferir el riesgo de crédito fuera del balance (frente al 37% que indicó un deterioro en el segundo trimestre de 2010).

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

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



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

Para los tres próximos meses, en términos netos, aproximadamente el 10% de las entidades participantes en la encuesta sigue esperando que el acceso a todos los mercados de financiación mayorista mejore.

Por lo que se refiere al impacto de las turbulencias financieras sobre los costes relacionados con el nivel de capital de las entidades y sobre su política crediticia, la variación más reseñable entre el segundo y el tercer trimestre de 2010 es el aumento del porcentaje de entidades que señaló que la crisis financiera prácticamente no había causado ningún impacto sobre el capital (el 37%, desde el 34%). Además, el porcentaje de entidades que indicó que la crisis había causado «cierto» impacto o un impacto «considerable» sobre el capital y sobre la política crediticia se redujo en el tercer trimestre, hasta el 36% desde aproximadamente el 40% del trimestre anterior.

2.2 EMISIONES DE VALORES

Tras un prolongado período de moderación, la tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro experimentó un ligero repunte en agosto de 2010, impulsada por las emisiones del sector financiero. La tasa de crecimiento interanual de la emisión de acciones cotizadas prácticamente no se modificó y se mantuvo en un nivel moderado.

VALORES DISTINTOS DE ACCIONES

En agosto de 2010, la tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro aumentó hasta situarse en el 3,7%, desde el 3,3% registrado el mes precedente (véase cuadro 3). Este incremento se produjo tras un prolongado período de moderación, casi un año, de la emisión de valores distintos de acciones. El principal factor determinante de este cambio de

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 Agosto	III	IV	I	II	Julio	Agosto
Valores distintos de acciones:	15.803	11,2	9,9	6,5	4,7	3,3	3,7
IFM	5.464	4,0	2,9	1,6	0,5	-0,9	-0,3
Instituciones financieras no monetarias	3.255	25,7	19,6	7,7	3,0	0,3	1,5
Sociedades no financieras	848	13,8	16,5	14,8	15,1	10,2	10,3
Administraciones Públicas	6.235	13,5	12,7	9,9	8,3	7,9	7,7
De las cuales:							
Administración Central	5.806	13,7	12,9	9,9	8,1	7,4	7,2
Otras Administraciones Públicas	428	9,6	10,5	10,5	11,4	15,2	15,5
Acciones cotizadas:	4.119	2,7	2,8	2,9	2,5	1,7	1,7
IFM	483	9,3	8,8	8,2	6,6	5,1	5,1
Instituciones financieras no monetarias	308	3,9	2,7	5,4	5,2	4,5	4,1
Sociedades no financieras	3.328	1,6	1,9	1,9	1,5	0,9	1,0

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».

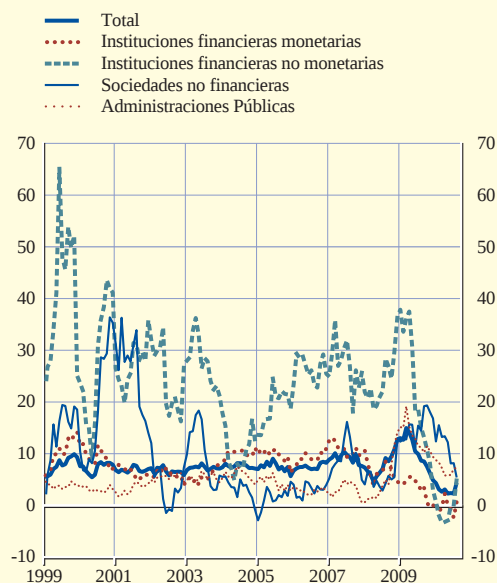
sentido fue el ritmo considerablemente más bajo de contracción de la emisión de valores distintos de acciones a corto plazo, que se situó en el -4,6%, casi la mitad de la tasa negativa registrada en julio. La tasa de crecimiento interanual de la emisión de valores a largo plazo se mantuvo prácticamente estable en agosto, en el 4,8%. La tasa de crecimiento semestral anualizada y desestacionalizada de la emisión de valores distintos de acciones, que capta mejor las tendencias a corto plazo, repuntó en agosto, fundamentalmente como consecuencia de las emisiones netas positivas de las IFM (véase gráfico 8). Utilizando la misma medida, la emisión por parte de las Administraciones Públicas prácticamente no experimentó variaciones, mientras que el crecimiento de la emisión por parte de las sociedades no financieras disminuyó.

En los últimos meses, las actividades de refinanciación a tipo de interés fijo han disminuido, aunque siguen siendo intensas en el segmento de valores distintos de acciones a largo plazo, mientras que la emisión de valores a corto plazo ha seguido descendiendo. Mientras, 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 continuó disminuyendo ligeramente, hasta aproximadamente el -1%.

La interrupción de la tendencia a la baja de la emisión de valores distintos de acciones registrada en los últimos meses parece tener su origen en varios sectores simultáneamente. La tasa de creci-

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.

miento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por las sociedades no financieras y por las Administraciones Públicas de la zona del euro prácticamente se estabilizó en agosto. La tasa de crecimiento interanual de la emisión de valores distintos de acciones por parte de las sociedades no financieras se mantuvo en un nivel históricamente elevado, del 10,3%.

Pese a las tensiones existentes acerca del riesgo soberano, el endeudamiento del sector público ha aumentado sustancialmente en algunos países. En consecuencia, la tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por las Administraciones Públicas se mantuvo elevada en agosto, en el 7,7%. Las altas tasas 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.

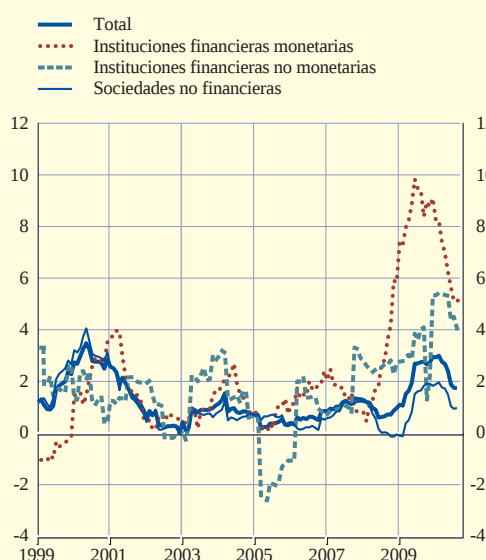
En cuanto al sector financiero, la tasa de crecimiento interanual de la emisión de valores distintos de acciones por las IFM continuó siendo negativa y se situó en el -0,3% en agosto, lo que representa un aumento con respecto al -0,8% del mes precedente. Aunque la tasa de crecimiento interanual de la emisión de este tipo de valores ha sido negativa desde mayo, la emisión de valores distintos de acciones a corto plazo por el citado sector volvió a ser positiva en agosto, reflejando cierta mejora en el acceso de las entidades de crédito de la zona del euro a la financiación. La tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por las instituciones financieras no monetarias también aumentó y se situó en el 1,5%, en agosto, desde el 0,3% del mes anterior.

ACCIONES COTIZADAS

La tasa de crecimiento interanual de las acciones cotizadas emitidas por residentes en la zona del euro permaneció prácticamente estable en agosto de 2010, en el 1,7% (véase gráfico 9). La tasa de crecimiento interanual de la emisión de acciones por parte de las IFM todavía se mantuvo bastante por encima de su media histórica, en el 5,1%, en agosto, aunque continuó moderándose con respecto al máximo registrado en 2009. 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 1%. 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 próximo 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 aumentaron en octubre de 2010 y permanecieron en niveles relativamente elevados a principios de noviembre. Durante el período de mantenimiento que comenzó el 12 de octubre de 2010, el EONIA continuó con la tendencia al alza observada desde el

vencimiento de la primera operación de financiación a plazo más largo (OFPML) 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 décimo período de mantenimiento de 2010.

Los tipos de interés del mercado monetario sin garantías aumentaron en octubre y principios de noviembre de 2010. El 3 de noviembre, los tipos EURIBOR a un mes, a tres meses, a seis meses y a doce meses se situaban en el 0,85%, el 1,05%, el 1,27% y el 1,54%, respectivamente, es decir, unos 11, 9, 8 y 8 puntos básicos por encima de los niveles registrados el 6 de octubre. 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 alrededor de 3 puntos básicos en ese período, y el 3 de noviembre era de unos 70 puntos básicos (véase gráfico 10).

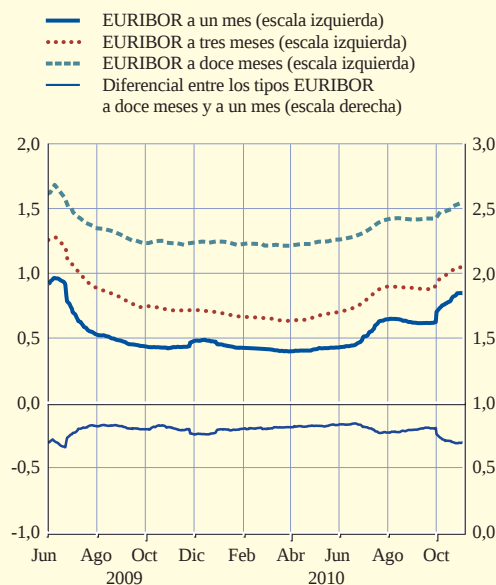
Entre el 6 de octubre y el 3 de noviembre, los tipos de interés del mercado monetario obtenidos del índice de los swaps del EONIA a tres meses aumentaron más que el tipo sin garantías correspondiente. El 3 de noviembre, el tipo swap del EONIA a tres meses se situó en el 0,814%, unos 11 puntos básicos por encima del nivel observado el 6 de octubre. En consecuencia, el diferencial entre este tipo de interés del mercado monetario y el EURIBOR sin garantías correspondiente se redujo hasta situarse en unos 24 puntos básicos el 3 de noviembre, alrededor de 2 puntos básicos por debajo del nivel del 6 de octubre. Con todo, este diferencial 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 3 de noviembre, los tipos de interés implícitos en los precios de los futuros del EURIBOR a tres meses con vencimiento en diciembre de 2010 y en marzo, junio y septiembre de 2011 se situaron en el 1,12%, el 1,24%, el 1,32% y el 1,41%, respectivamente, lo que representa aumentos de unos 8, 12, 14 y 19 puntos básicos, respectivamente, en comparación con los niveles registrados el 6 de octubre.

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 12 de octubre, el EONIA aumentó considerablemente, y el 21 de ese mes se situó en el 0,862%, antes de estabilizarse en niveles en torno al 0,60% a principios de noviembre (véase gráfico 11). Este aumento fue consecuencia, fundamentalmente, de la disminución inesperada del exceso de liquidez tras el vencimiento de tres OFPML el 30 de septiembre (una operación a tres meses, otra a seis meses y otra a doce meses) por un importe total de 225 mm de euros. Esa fecha, el valor medio esperado del EONIA

Gráfico 10 Tipos de interés del mercado monetario

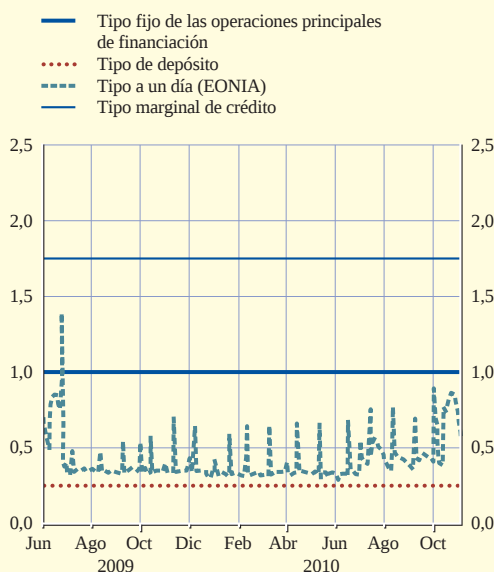
(porcentaje; diferencial en puntos porcentuales; datos diarios)



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.

para el período de mantenimiento que comenzó el 12 de octubre se incrementó 12 puntos básicos, mientras que los tipos medios esperados para períodos de mantenimiento posteriores registrarían aumentos similares.

En las operaciones principales de financiación realizadas los días 12, 19 y 26 de octubre y 2 de noviembre, el BCE adjudicó 183,4 mm de euros, 184 mm de euros, 186 mm de euros y 178,4 mm de euros, respectivamente. El BCE también realizó dos OFPML en octubre aplicando un procedimiento de subasta a tipo de interés fijo con adjudicación plena en ambas operaciones: una operación a un mes el 12 de octubre (en la que se adjudicaron 52,2 mm de euros) y una operación a tres meses el 27 de octubre (en la que se adjudicaron 42,5 mm de euros). Además, el BCE llevó a cabo cuatro operaciones de absorción de liquidez a una semana aplicando un procedimiento de subasta a tipo de interés variable con un tipo máximo de puja del 1,00% los días 12, 19 y 26 de octubre y 2 de noviembre. 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 29 de octubre de 2010, inclusive.

En consonancia con la disminución gradual del exceso de liquidez de la zona del euro, el recurso medio diario a la facilidad de depósitos se redujo hasta situarse en 32,8 mm de euros en el período comprendido entre el 12 de octubre y el 3 de noviembre, lo que representa un descenso con respecto a los 69,5 mm de euros registrados en el período de mantenimiento anterior (que finalizó el 11 de octubre).

2.4 MERCADOS DE RENTA FIJA

En octubre y a comienzos de noviembre de 2010, el rendimiento de la deuda pública a largo plazo con calificación crediticia AAA de la zona del euro se elevó ligeramente, tras la publicación de datos económicos generalmente positivos. En Estados Unidos, el rendimiento de los bonos a largo plazo registró un aumento de similar magnitud. En algunos países los diferenciales de rendimiento de la deuda soberana de la zona del euro experimentaron pronunciadas fluctuaciones en el período considerado. El rendimiento real de la deuda pública a largo plazo de la zona del euro se incrementó solo ligeramente y sigue situado en niveles históricamente muy reducidos. Las tasas de inflación implícitas a largo plazo aumentaron moderadamente en relación con los niveles mínimos registrados a finales de septiembre. La volatilidad implícita de los mercados de renta fija se elevó ligeramente a ambos lados del Atlántico.

En comparación con los niveles observados a finales de septiembre, el rendimiento de la deuda pública a largo plazo con calificación crediticia AAA de la zona del euro aumentó 10 puntos básicos, hasta si-

tuarse en torno al 2,7% el 3 de noviembre. En Estados Unidos, el rendimiento de los bonos a largo plazo registró un incremento similar, situándose alrededor del 2,6% al final del período analizado (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 mantuvo prácticamente sin cambios en -10 puntos básicos entre finales de septiembre y el 3 de noviembre. En Japón el rendimiento de la deuda pública a diez años se situó, al final del período examinado, en el 0,9%, nivel próximo al de finales de septiembre, tras alcanzar, a mediados de octubre, el nivel más bajo registrado en siete años. La volatilidad implícita de los mercados de renta fija se elevó ligeramente en la zona del euro y en Estados Unidos.

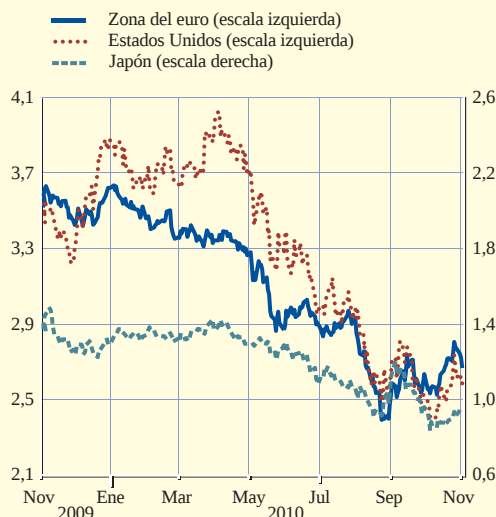
En Estados Unidos, el rendimiento de los bonos a diez años disminuyó a comienzos de octubre, antes de repuntar fuertemente, tras la publicación de datos económicos positivos. A finales de octubre y principios de noviembre, el rendimiento de los bonos estadounidenses a largo plazo volvió a descender. A lo largo del período considerado, se observaron repetidos cambios en la percepción de los inversores y analistas de mercado respecto a la amplitud y al momento en que se aplicarían nuevas medidas cuantitativas de relajación por parte de la Reserva Federal. Estos cambios en las expectativas contribuyeron a incrementar la volatilidad del rendimiento de los bonos estadounidenses a largo plazo durante el mes de octubre.

En la zona del euro, el rendimiento de la deuda pública a largo plazo con calificación crediticia AAA de la zona del euro aumentó entre finales de septiembre y comienzos de noviembre, tras la publicación de datos económicos generalmente positivos, como una subida mayor de lo esperado del índice de sentimiento económico de la Comisión Europea. Mientras que el rendimiento de la deuda pública a largo plazo con calificación crediticia AAA de la zona del euro y el de los bonos estadounidenses a largo plazo registraron una evolución prácticamente similar durante el período analizado, el rendimiento de la deuda pública de la zona del euro mostró una volatilidad algo menor que la de los bonos estadounidenses.

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 se estrecharon, en comparación con los niveles de finales de septiembre. Al mismo tiempo, los diferenciales de rendimiento de la deuda soberana griega, irlandesa y portuguesa mostraron una elevada volatilidad durante el período examinado. En efecto, tras reducirse en unos 170, 75 y 85 puntos básicos, respectivamente, hasta mediados de octubre, tras la mejora del clima de los mercados, volvieron a ampliarse, ante la renovada inquietud respecto a la aplicación y el éxito de las medidas encaminadas a alcanzar los objetivos de déficit presupuestario. Entre mediados de octubre y el 3 de noviembre, los diferenciales de rendimiento de la deuda soberana a largo plazo aumentaron en unos 195, 135 y 70 puntos básicos en Grecia, Irlanda y Portugal, respectivamente. En consecuencia, los diferenciales de rendimiento de la deuda soberana portuguesa se redujeron, en

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.

conjunto, en unos 15 puntos básicos, mientras que los de la deuda soberana griega e irlandesa se ampliaron en unos 20 y 55 puntos básicos, respectivamente, en comparación con los niveles de finales de septiembre.

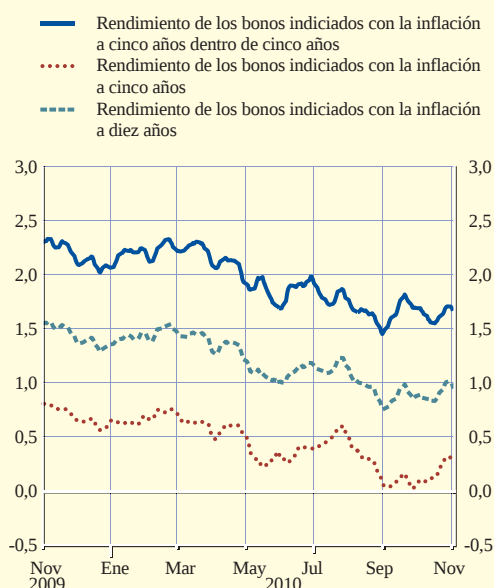
El rendimiento de los bonos a diez años indicados con la inflación de la zona del euro se mantuvo, en general, estable, mientras que el rendimiento real a cinco años aumentó en 10 puntos básicos (véase gráfico 13). El 3 de noviembre, el rendimiento real *spot* a cinco y diez años se situó en el 0,2% y el 0,9%, respectivamente, es decir, en niveles ligeramente superiores a sus mínimos históricos.

En comparación con sus niveles de finales de septiembre, la tasa de inflación implícita *spot* a cinco años apenas experimentó cambios, mientras que la tasa a diez años se elevó unos 5 puntos básicos (véase gráfico 14). El 3 de noviembre, las tasas de inflación implícitas a cinco y diez años se situaron en el 1,6% y el 1,8%, respectivamente. Este moderado aumento de la pendiente de la curva de tasas de inflación implícitas *spot* supuso un incremento de 15 puntos básicos de la tasa de inflación implícita *forward* a cinco años dentro de cinco años, con respecto al reducido nivel de finales de septiembre, situándola en el 2,1% a principios de noviembre. Las tasas de inflación implícitas obtenidas de los *swaps* reflejaron un nivel similar de las expectativas de inflación 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 cómo los cambios en el rendimiento de la deuda pública a largo plazo con calificación crediticia AAA de la zona del euro pueden 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 moderado incremento del rendimiento de la deuda pública a largo plazo se reflejó en un ligero desplazamiento al

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

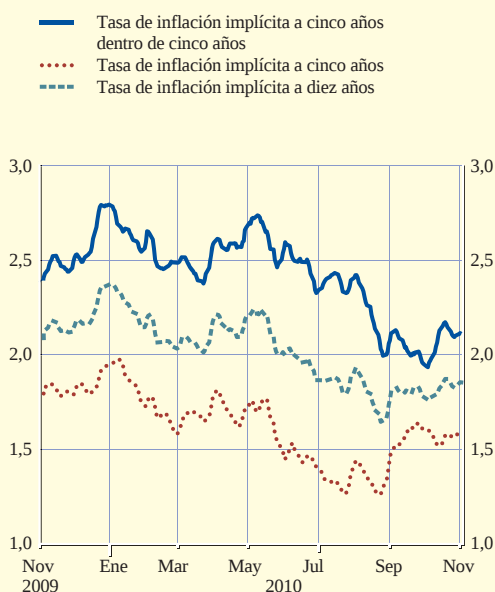
(porcentaje; medias móviles de cinco días de datos diarios; datos desestacionalizados)



Fuentes: Reuters y cálculos del BCE.

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.

alza de la curva *forward*, que fue relativamente más pronunciado en los plazos más cortos.

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

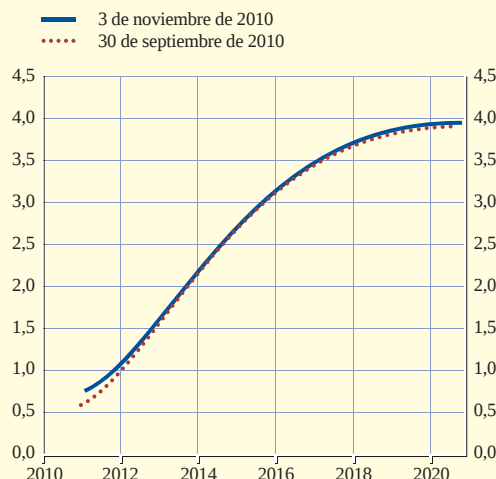
En septiembre de 2010, la mayor parte de los tipos de interés aplicados a los préstamos otorgados por las IFM a los hogares y a las sociedades no financieras, al igual que la mayoría de los plazos de vencimiento, registraron un descenso. Esta evolución interrumpió el aumento observado en los últimos meses.

En septiembre de 2010, los tipos de interés a corto plazo aplicados por las IFM a los depósitos de los hogares y de las sociedades no financieras aumentaron. La mayor parte de los tipos a corto plazo aplicados a los préstamos concedidos a estos dos sectores experimentaron un ligero descenso, interrumpiendo los aumentos registrados en los dos últimos meses (véase gráfico 16). Más concretamente, los tipos de interés a corto plazo aplicados a los préstamos a hogares para adquisición de vivienda experimentaron una leve reducción y se situaron en el 2,8%. Los tipos de interés medios de los descubiertos en cuenta de los hogares se mantuvieron prácticamente estables, en el 8,7%, mientras que los tipos de interés aplicados al crédito al consumo, que son más volátiles, registraron un alza de 18 puntos básicos, hasta el 5,6%, invirtiendo la disminución del mes anterior. En el caso de las sociedades no financieras, tanto los tipos a corto plazo aplicados por las entidades 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) experimentaron una ligera caída y se situaron en el 3,3% y el 2,3%, respectivamente. Los tipos de interés aplicados a los descubiertos en cuenta permanecieron en el 3,8%. Desde que el EURIBOR se redujera 2 puntos básicos en septiembre de 2010, el diferencial entre los tipos de interés a corto plazo aplicados por las IFM a los préstamos a hogares para adquisición de vivienda y el tipo de interés a tres meses del mercado monetario se han estrechado levemente, mientras que el diferencial frente a los tipos aplicados a los préstamos otorgados a las sociedades no financieras no se ha modificado (véase gráfico 17).

Si se adopta una perspectiva a más largo plazo, entre finales de septiembre de 2008 (es decir, justo antes del comienzo del ciclo de relajación de la política monetaria) y finales de septiembre de 2010, los tipos de interés a corto plazo aplicados tanto a los préstamos a hogares para adquisición de vivienda como a los

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

(porcentaje; datos diarios)

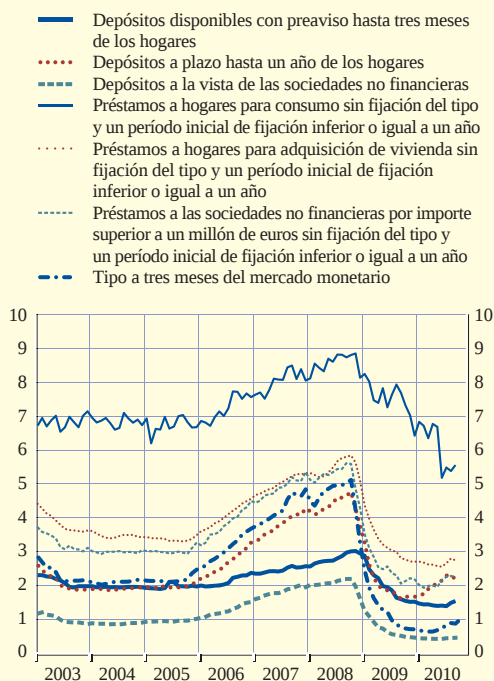


Fuentes: BCE, EuroMTS (datos) y Fitch Rating (calificaciones crediticias).

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.

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)

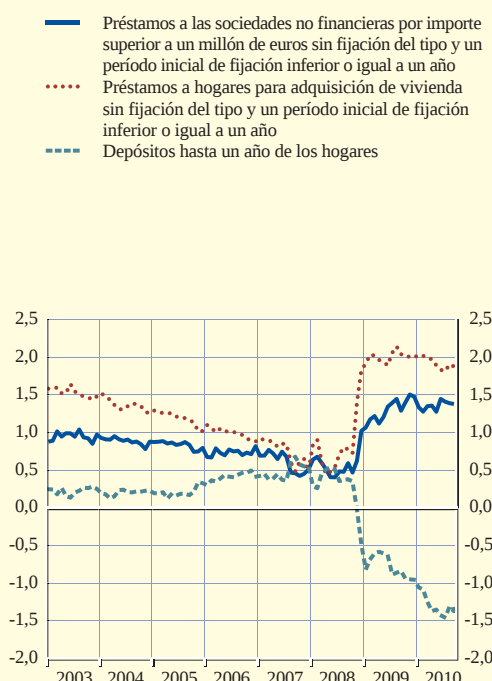


Fuente: BCE.

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).

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).

concedidos a las sociedades no financieras han disminuido 306 y 326 puntos básicos, respectivamente, frente a un descenso de 415 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. Aunque los tipos a corto plazo aplicados a los préstamos otorgados a los hogares y a las sociedades no financieras experimentaron un ligero descenso en septiembre, en general han mostrado una tendencia al alza en los últimos meses, lo que proporciona una indicación de que es posible que la transmisión de las anteriores reducciones de los tipos de interés 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 descenso en septiembre de 2010. De igual modo, los tipos de interés a más largo plazo aplicados a los préstamos a las sociedades no financieras y a los préstamos a hogares para adquisición de vivienda se redujeron (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 aquellos con período inicial de fijación del tipo de más de diez años, registraron una ligera caída y se situaron en el 3,8% y el 3,7%, 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 apenas disminuyeron, situándose en el 4,1% y el 3,8%, respectivamente. Los tipos medios aplicados a los préstamos por importe elevado cayeron 20 puntos básicos, hasta el 2,7% para los préstamos con período inicial de fijación de más de un año y hasta cinco años, y de 13 puntos básicos, hasta el 3,5%, en el caso de préstamos con un período inicial de fijación de más de cinco años.

Desde una perspectiva a más largo plazo, desde septiembre de 2008, las entidades de crédito de la zona del euro han ajustado los tipos de interés que aplican a los préstamos a largo plazo otorgados a las sociedades no financieras de manera más o menos acorde con el descenso registrado en los rendimientos de la deuda pública a largo plazo con calificación AAA. 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, reflejando una transmisión menos completa y más lenta en el caso de los hogares, y posiblemente también una mayor preocupación acerca del riesgo de crédito en algunas partes de la zona del euro. Desde el segundo trimestre 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, cuyos descensos han estado impulsados, en gran medida, por la búsqueda de activos más seguros. En lo que respecta a las sociedades no financieras, pese al descenso observado en septiembre, los tipos de interés a largo plazo de los préstamos han estado aumentando en los últimos meses.

La caída de los tipos de interés aplicados por las entidades de crédito a los préstamos en septiembre interrumpió el aumento del diferencial entre los tipos de interés de los préstamos y de los depósitos observado en los nuevos préstamos en los últimos meses. Los diferenciales medios basados en los saldos vivos han descendido gradualmente desde principios de 2010, aunque han permanecido en niveles prácticamente similares a los registrados en el período correspondiente de 2009. Unos márgenes relativamente estables contribuirán positivamente al margen de intermediación y a la rentabilidad de las entidades de crédito de la zona del euro.

2.6 MERCADOS DE RENTA VARIABLE

Entre finales de septiembre y el 3 de noviembre, los precios de las acciones siguieron aumentando en la zona del euro y en Estados Unidos, registrando una subida del 3% y el 5%, respectivamente, tras la publicación de datos económicos generalmente positivos, especialmente en relación con los beneficios

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).

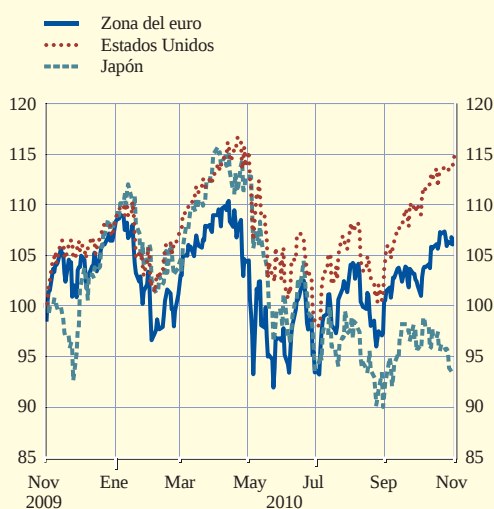
obtenidos en el tercer trimestre por las empresas cotizadas de Estados Unidos. Al mismo tiempo, las tensiones observadas en algunos mercados de deuda soberana de la zona del euro y la incertidumbre de los inversores respecto a la amplitud y al momento en que se aplicarían medidas cuantitativas de relajación adicionales por parte de la Reserva Federal pueden haber seguido pesando negativamente sobre la valoración de las acciones. En general, la incertidumbre de los mercados de renta variable, medida por la volatilidad implícita, disminuyó ligeramente a escala internacional.

En el transcurso del mes de octubre y a comienzos de noviembre, los precios de las acciones siguieron elevándose en la zona del euro y en Estados Unidos, aunque a un ritmo algo más lento que en septiembre. Entre finales de septiembre y el 3 de noviembre, en la zona del euro el índice Dow Jones EURO STOXX amplió subió un 3%, mientras que en Estados Unidos el índice Standard & Poor's 500 aumentó un 5% (véase gráfico 19). Por el contrario, en Japón el índice Nikkei 225 bajó ligeramente. La incertidumbre a corto plazo de los mercados de renta variable, medida por la volatilidad implícita obtenida de las opciones sobre acciones, se redujo levemente en los mercados internacionales (véase gráfico 20).

A ambos lados del Atlántico, en octubre y a principios de noviembre en los precios de las acciones influyeron favorablemente la publicación de datos macroeconómicos generalmente positivos y los sólidos datos de beneficios obtenidos por las empresas estadounidenses en el tercer trimestre. Sin embargo, después de la segunda mitad de octubre la intensificación de las tensiones registradas en algunos mercados de deuda soberana de la zona del euro incidió negativamente en el clima de los mercados y, por ende, en la valoración de las acciones, especialmente en la zona del euro. Otro posible factor moderador

Gráfico 19 Índices bursátiles

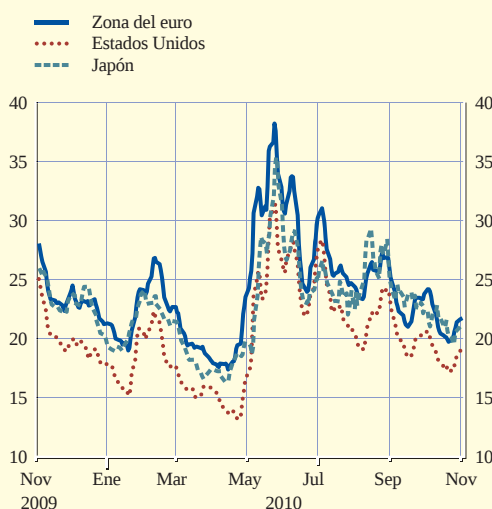
(índice: 1 de noviembre de 2009 = 100; datos diarios)



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.

fue la incertidumbre respecto a la amplitud y al momento en que se aplicarían medidas cuantitativas de relajación adicionales por parte de la Reserva Federal.

En comparación con los índices generales, las acciones del sector financiero mostraron una tendencia más moderada a ambos lados del Atlántico. Las acciones del sector bancario bajaron ligeramente en la zona del euro y cayeron en Estados Unidos en más del 6% en dos días a mediados de octubre. Los inversores temieron que algunos bancos tuvieran que soportar los elevados costes de los litigios relacionados con sus procedimientos de ejecución de créditos hipotecarios fallidos.

En la zona del euro, la subida de las acciones fue resultado del sólido crecimiento de los beneficios efectivos y esperados de las empresas cotizadas. Los beneficios efectivos por acción de las empresas incluidas en el índice Dow Jones EURO STOXX crecieron en tasa interanual un 24% en octubre, frente al 21% de septiembre. El crecimiento de los beneficios por acción se observó de forma generalizada, ya que fue positivo en casi todos los sectores. Los encuestados sitúan el crecimiento de los beneficios por acción esperado en los próximos doce meses en torno al 18%. En el recuadro 3 se proporciona información sobre la situación financiera y las necesidades de financiación de las pequeñas y medianas empresas de la zona del euro entre marzo y septiembre de 2010.

Recuadro 3

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

En este recuadro se presentan los resultados de la tercera ronda de la «Encuesta sobre el acceso a la financiación de las pequeñas y medianas empresas de la zona del euro»¹. En la encuesta, que se realizó entre el 27 de agosto y el 22 de septiembre de 2010, participaron 5.312 empresas de la zona del euro². En el recuadro se resumen los resultados de la encuesta y se facilita información sobre las necesidades de financiación, la situación financiera y el acceso a la financiación de las pequeñas y medianas empresas (pymes) de la zona del euro, en comparación con las grandes empresas, en los seis meses anteriores (es decir, aproximadamente, de marzo a septiembre de 2010).

Las necesidades de financiación externa de las pymes de la zona del euro aumentaron moderadamente

Las empresas de la zona del euro señalaron, en general, que las necesidades de financiación externa habían aumentado, aunque de forma moderada. En conjunto, la necesidad de recurrir a préstamos bancarios en el período comprendido entre marzo y septiembre de 2010 creció a un ritmo más lento que el indicado en encuestas anteriores: un porcentaje neto del 3% de las pymes vio aumentar sus necesidades de financiación bancaria (en comparación con el 16% en la segunda mitad de 2009). Mientras tanto, la necesidad de recurrir a la financiación entre empresas relacionadas se

1 Para más información, véase la encuesta «Survey on the access to finance of SMEs in the euro area», del BCE, de 22 de octubre de 2010, disponible en la dirección del BCE en Internet (<http://www.ecb.europa.eu/stats/money/surveys/sme/html/index.en.html>). Esta encuesta se elaboró en colaboración con la Comisión Europea, y cada dos años el BCE y la Comisión Europea llevan a cabo conjuntamente una ronda de la encuesta. Cada seis meses, la encuesta es organizada exclusivamente por el BCE y en ella se repite una parte del cuestionario general a fin de valorar la evolución reciente de las condiciones de financiación de las empresas de la zona del euro. Así se hizo en la ronda más reciente de la encuesta.

2 Las pymes incluyen las microempresas (entre 1 y 9 empleados), las pequeñas empresas (entre 10 y 49 empleados) y las medianas empresas (entre 50 y 249 empleados). Las grandes empresas, que también se incluyen en la muestra, son aquellas con 250 o más empleados.

incrementó ligeramente (véase gráfico A). La inversión en capital fijo, las existencias y el capital circulante, así como la disponibilidad de fondos internos, contribuyeron al crecimiento reducido de las necesidades de financiación.

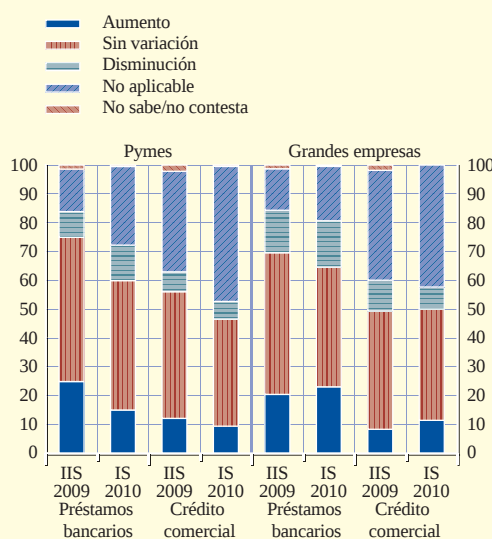
En contraposición con las pymes, las grandes empresas indicaron un notable incremento de las necesidades de financiación, en particular para existencias y capital circulante (en línea con la reactivación de la actividad) y para fusiones y adquisiciones.

La situación financiera de las pymes continuó siendo más difícil que la de las grandes empresas

En general, en comparación con rondas anteriores de la encuesta, la situación financiera general de las pymes de la zona del euro mejoró en el período comprendido entre marzo y septiembre de 2010, aunque no tanto como la de las grandes empresas. En relación con estas rondas anteriores, un porcentaje significativamente menor de pymes de la zona del euro declaró descensos en sus cifras de negocio y un porcentaje más elevado señaló aumentos en los seis meses previos a la realización de la encuesta (véase gráfico B). Ello representa una perceptible mejora con respecto a los resultados de la ronda anterior (relativa al segundo semestre de 2009). También es buena señal para la reactivación de la actividad que se ha observado y que han puesto de manifiesto los datos de producción industrial y de crecimiento del PIB real desde comienzos de año. Sin embargo, la situación de las pymes en relación con los beneficios se ha seguido deteriorando durante el período de referencia, aunque a un ritmo menor que en las dos rondas precedentes de la encuesta, y un porcentaje neto del 21% de pymes de la zona del euro informó de una reducción de beneficios. Este hecho podría relacionarse con un apreciable aumento de los costes de producción (tanto costes laborales como otros costes) percibidos por los participantes en la encuesta entre marzo y septiembre de 2010.

Gráfico A Necesidades de financiación externa de las empresas de la zona del euro

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

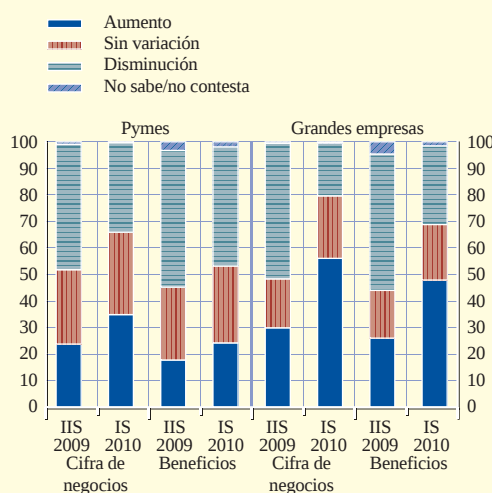


Fuente: Encuesta del BCE y de la Comisión Europea sobre el acceso a la financiación de las pymes.

Nota: El primer semestre (IS) de 2010 corresponde al período comprendido entre marzo y septiembre de 2010.

Gráfico B Indicadores de la situación financiera de las empresas de la zona del euro

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



Fuente: Encuesta del BCE y de la Comisión Europea sobre el acceso a la financiación de las pymes.

Nota: El primer semestre (IS) de 2010 corresponde al período comprendido entre marzo y septiembre de 2010.

Las grandes empresas parecen estar significativamente mejor que las pymes en varios aspectos. El porcentaje neto de empresas que ha señalado un incremento de las cifras de negocios ha sido del 36% (frente a solo el 1% de pymes), y el crecimiento neto de los beneficios parece haberse reanudado entre marzo y septiembre de 2010. En el caso de las grandes empresas, la recuperación parece haberse producido de forma generalizada en todos los sectores de la economía. Sin embargo, en el caso de las pymes, solo aquellas con actividad industriales de carácter más cíclico ha informado de una mejora clara y positiva, mientras que las empresas constructoras y de servicios seguían yendo a la zaga entre marzo y septiembre de 2010.

Las solicitudes de préstamos bancarios tuvieron algo más de éxito

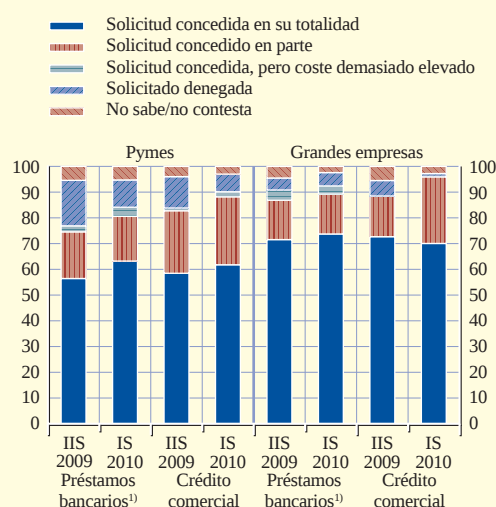
Un número menor de pymes que en rondas anteriores de la encuesta solicitaron préstamos bancarios en los seis meses previos a la realización de la última encuesta, sobre todo porque casi la mitad de las pymes de la zona del euro consideraron que disponían de financiación interna suficiente. De hecho, cabe la posibilidad de que las pymes de la zona hayan seguido desapalancándose en los últimos trimestres, ya que su ratio de deuda en relación con los activos siguió descendiendo según los resultados de la encuesta. El 11% de los participantes informaron de que no habían estado endeudados en los seis meses precedentes (casi el doble que en la encuesta anterior). El porcentaje de empresas que no habían solicitado un préstamo por temor a que su solicitud fuera denegada se mantuvo prácticamente sin cambios en el 6%.

En lo que se refiere al resultado de las solicitudes de préstamos bancarios, la tasa de solicitudes denegadas se redujo de modo significativo con respecto a la anterior ronda de la encuesta (del 18% en el segundo semestre de 2009 al 11% entre marzo y septiembre de 2010). Además, el número de pymes de la zona a las que se les concedió el total del importe solicitado aumentó de forma apreciable (el 63% en la última ronda, frente al 56% en el segundo semestre de 2009). La situación de las grandes empresas también mejoró en líneas generales a este respecto, pero de manera mucho menos marcada que en 2009. En concreto, la tasa de solicitudes de préstamos bancarios denegadas en el caso de las grandes empresas (5%) fue considerablemente más baja que la de las pymes. Las fuentes de financiación alternativa y, especialmente, el crédito comercial, siguieron pautas similares entre marzo y septiembre de 2010. Como resultado, las cuestiones relacionadas con «el acceso a la financiación» pasaron del segundo al tercer lugar en el *ranking* de los problemas más graves de las pymes.

La disponibilidad de financiación externa

Gráfico C Resultados de las solicitudes de financiación externa de las empresas de la zona del euro

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



Fuente: Encuesta del BCE y de la Comisión Europea sobre el acceso a la financiación de las pymes.

Nota: El primer semestre (IS) de 2010 corresponde al período comprendido entre marzo y septiembre de 2010.

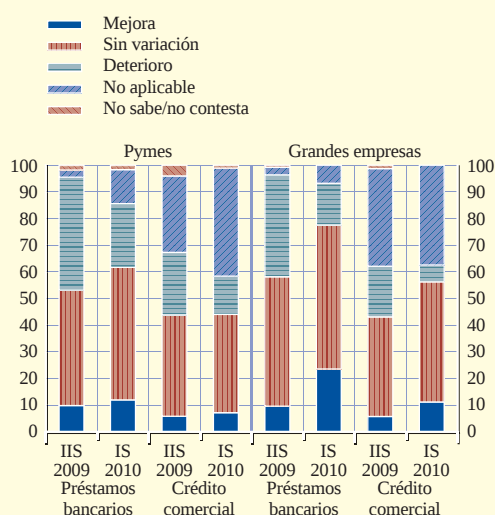
1) Nuevos o renovaciones.

se deterioró, pero mucho menos que en 2009

La disponibilidad de préstamos bancarios (nuevos préstamos o la renovación de préstamos ya existentes) para las pymes continuó deteriorándose entre marzo y septiembre de 2010. El 24% de las pymes indicó un empeoramiento de la disponibilidad de la financiación externa, mientras que el 12% señaló una mejora (véase gráfico D). Sin embargo, este deterioro fue considerablemente menos acusado que el que se produjo durante 2009 e incluso menos agudo en aquellos sectores en los que la actividad económica está repuntando con más fuerza, sobre todo en la industria. Se observa un cuadro similar en la disponibilidad del crédito comercial, donde el deterioro percibido se moderó en gran medida en el período de referencia. Por el contrario, la valoración de las grandes empresas de la zona del euro fue claramente positiva y mostró una mejora de la disponibilidad de fuentes de financiación externa.

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

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



Fuente: Encuesta del BCE y de la Comisión Europea sobre el acceso a la financiación de las pymes.

Nota: El primer semestre (IS) de 2010 corresponde al período comprendido entre marzo y septiembre de 2010.

Recuadro 4**CUENTAS INTEGRADAS DE LA ZONA DEL EURO DEL SEGUNDO TRIMESTRE DE 2010¹**

Las cuentas integradas de la zona del euro ofrecen información completa y homogénea sobre las rentas, los gastos y las decisiones de financiación y de cartera de los sectores institucionales de la zona del euro. Las cuentas publicadas el 28 de octubre de 2010, con datos hasta el segundo trimestre de 2010, incluyen por primera vez los activos no financieros del sector privado. Estos datos muestran señales adicionales de normalización en la zona del euro. La tasa de ahorro de los hogares siguió descendiendo (debido, en parte a que se invirtió el fuerte aumento que se había observado desde el inicio de la crisis), mientras que el crecimiento de las rentas se vio favorecido nuevamente por las rentas del trabajo y del capital (más que por la redistribución pública de la renta). Las sociedades no financieras volvieron a tener una posición deudora neta, en términos trimestrales, debido a un aumento de la formación de capital. En contraposición, los flujos nominales mantuvieron, en general, su debilidad (la renta de los hogares se redujo en términos reales) y las sociedades continuaron acumulando reservas de capital a través de los beneficios no distribuidos. Las pautas de desintermediación en favor de la financiación directa con instrumentos de mercado se mantuvieron en todos los sectores, si bien se moderaron ligeramente, ya que el apetito por el riesgo se vio frenado en el contexto de las tensiones que se observaron en la deuda soberana.

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

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

La tasa de crecimiento interanual de la renta nominal disponible siguió elevándose en el segundo trimestre de 2010, hasta el 3,7%, frente al 1,3% del trimestre anterior, (véase gráfico A), pues el valor añadido aumentó fuertemente. Este aumento fue generalizado en todos los sectores. Los beneficios no distribuidos de las sociedades no financieras continuaron creciendo en un contexto de acumulación de reservas de capital y de liquidez. La variación interanual de la renta de las Administraciones Públicas pasó a ser positiva tras siete trimestres sucesivos de reducciones. El crecimiento de la renta de los hogares se aceleró como consecuencia del incremento de la remuneración de los asalariados. A pesar de ello, mantuvo su debilidad y continuó contrayéndose en términos reales, debido a unos precios de consumo más dinámicos.

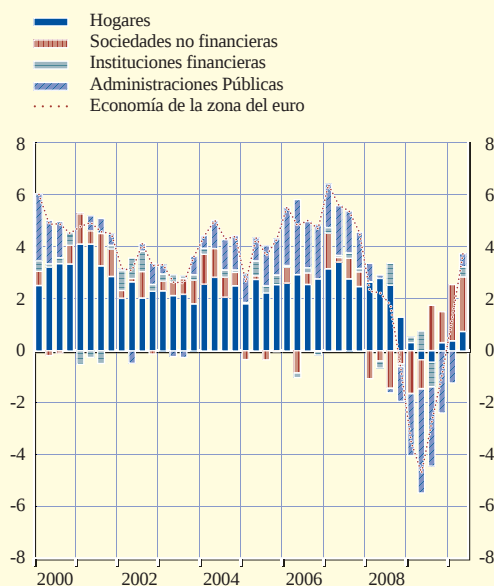
Por vez primera desde 2007, la expansión de la renta se tradujo en un aumento del ahorro bruto de la zona, que se vio reflejado en la persistencia de unos elevados beneficios empresariales no distribuidos, así como en una desaceleración del descenso del ahorro público. Por el contrario, y a pesar del aumento observado en la renta de los hogares, el ahorro de este sector cayó de nuevo, ya que el consumo siguió creciendo también en términos reales, aunque a un ritmo más lento que en el trimestre anterior. La tasa de ahorro de los hogares (desestacionalizada) se redujo por quinto trimestre consecutivo, hasta situarse en el 14,3%.

La formación bruta de capital fijo, en particular del capital empresarial, se recuperó hasta alcanzar un crecimiento interanual positivo, tras seis trimestres de valores negativos. Al mismo tiempo, el ritmo de reducción de las existencias siguió desacelerándose, lo que provocó un fuerte aumento positivo del total de la formación de capital (del 7,5%, tras cinco trimestres de crecimiento negativo).

Al igual que en el trimestre anterior, la dinámica del ahorro fue más vigorosa que la de la formación de capital, lo que contribuyó a que se produ-

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

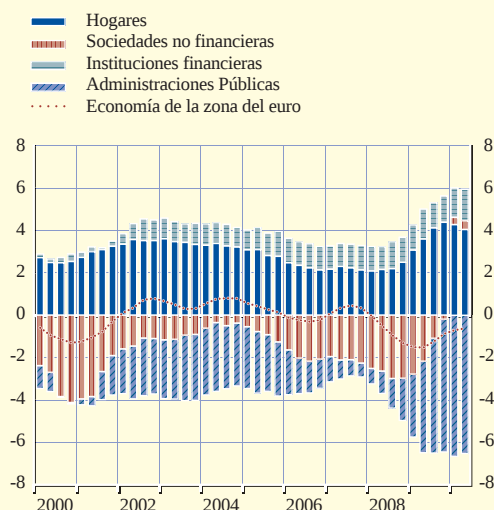
(tasas de variación interanual, contribuciones en puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat y BCE.

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

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



Fuentes: Eurostat y BCE.

jera un nuevo descenso del déficit por cuenta corriente de la zona del euro (hasta el 0,6% del PIB, en términos acumulados de los cuatro últimos trimestres, véase gráfico B). Desde un punto de vista sectorial, este descenso es reflejo de una reducción del déficit público y de un incremento del exceso de beneficios empresariales no distribuidos en relación con la formación de capital de las sociedades (en términos acumulados de los cuatro últimos trimestres), aunque mucho más moderado que en el trimestre anterior. Sin embargo, la capacidad de financiación de los hogares se redujo a causa de la disminución del ahorro y del aumento de la inversión residencial. Al igual que en los trimestres anteriores y como consecuencia del peso del déficit público, la financiación del déficit por cuenta corriente siguió estando dominada por los flujos de entrada netos en valores distintos de acciones.

Evolución de los sectores institucionales

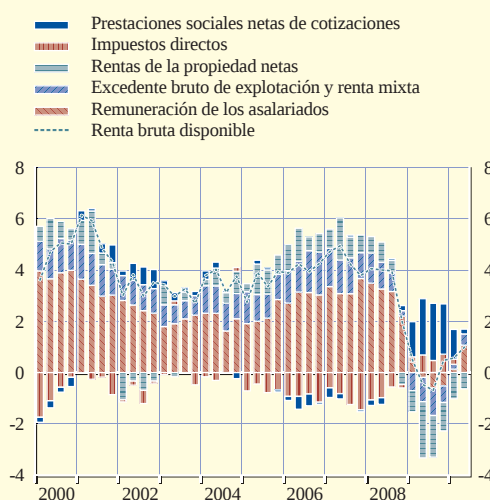
El crecimiento interanual de la renta bruta disponible nominal de los hogares llegó al 1%, frente al 0,6% del trimestre anterior, (véase gráfico C), como consecuencia de la mejora que se observó en la remuneración de los trabajadores, de los dividendos y de los intereses netos obtenidos. En cambio, la contribución de las prestaciones sociales al crecimiento de la renta fue inferior a la del trimestre anterior, mientras que la reducción de impuestos siguió moderándose, como reflejo de la desaparición gradual de los efectos de los estabilizadores fiscales automáticos. La conjunción de estas dinámicas opuestas dio lugar a que, en el crecimiento de la renta, la contribución de la renta generada directamente por las actividades empresariales (principalmente, la remuneración de los asalariados y el pago de dividendos) fuera mayor y superara a la contribución de la redistribución pública de la renta por primera vez desde 2008.

Como en el trimestre anterior, el débil incremento de la renta nominal de los hogares siguió siendo menor que la subida de los precios de consumo, lo que provocó una nueva reducción de la renta real. Además, el crecimiento más intenso del consumo (2,4%) y la recuperación de la inversión no financiera (que volvió a mostrar un crecimiento interanual positivo tras dos años de descensos) dio lugar a una caída adicional de la capacidad de financiación de los hogares. Esta caída se vio reflejada en un moderado incremento de la financiación mediante préstamos y en una disminución de la inversión financiera (de 0,2 puntos porcentuales, véase gráfico D), lo que reflejaba, en definitiva, un desplazamiento de las carteras hacia el capital inmobiliario. Los significativos desplazamientos de cartera hacia activos no monetarios observados desde finales de 2008 continuaron (si bien se redujeron ligeramente a causa de una menor inversión en participaciones en fondos de inversión), contribuyendo negativamente los depósitos a la inversión financiera, mientras que los pasivos de los inversores institucionales contribuyeron positivamente.

El crecimiento interanual del excedente bruto de explotación de las sociedades no financieras alcanzó un nuevo récord en el segundo trimestre de 2010 (9,5%), como consecuencia de la vigorosa evolución

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

(tasas de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat y BCE.

Gráfico D Inversión financiera de los hogares

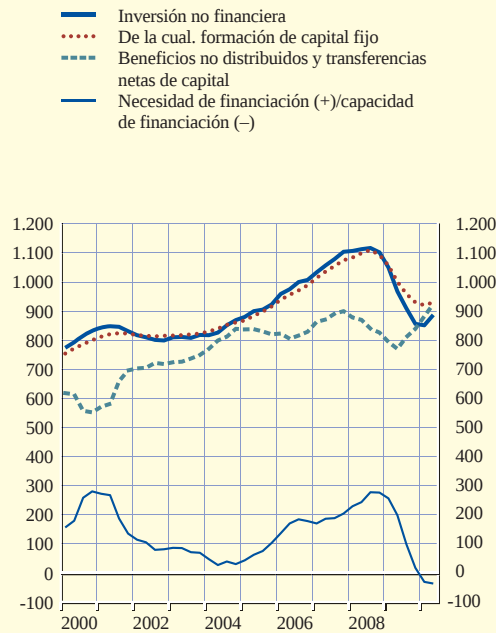
(flujos acumulados de los cuatro últimos trimestres; porcentaje de la renta bruta disponible)



Fuentes: Eurostat y BCE.

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

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



Fuentes: Eurostat y BCE.

del valor añadido. A pesar de ello, en ese trimestre las sociedades no financieras volvieron a mostrar necesidades de financiación (exceso de formación de capital respecto a los beneficios no distribuidos). Este hecho refleja un aumento de las rentas de la propiedad, excluidos los intereses, desembolsadas (principalmente dividendos distribuidos) y de la inversión no financiera (impulsada por la formación de capital fijo, que creció al 4,2% interanual. La financiación externa (el total de pasivos financieros) creció un 1,6%, en tasa interanual, en el segundo trimestre de 2010, tras haberse recuperado en el trimestre anterior después de dos años de continuos descensos. Siguen observándose acusados efectos de sustitución, ya que la financiación en el mercado (valores distintos de acciones y acciones cotizadas) compensó con creces las amortizaciones netas de los préstamos de las IFM.

Las ratios de apalancamiento de las sociedades no financieras, que se sitúan aún en niveles excepcionalmente elevados, han continuado descendiendo, aunque de manera menos acusada. La deuda en relación con los activos —que puede calcularse a partir de los nuevos datos disponibles sobre los activos no financieros— se estabilizó en el 26,6% después de un persistente descenso desde finales de 2008 (cuando alcanzó un máximo del 28,6%), mientras que la deuda en relación con el valor añadido bruto disminuyó por primera vez en el segundo trimestre de 2010, a causa del fuerte crecimiento del valor añadido. Los pagos netos por intereses en relación con el valor añadido bruto siguieron reduciéndose hasta el 2,4%, debido también al descenso del coste real de la financiación.

La necesidad de financiación de las Administraciones Públicas fue del 6,5% del PIB (en flujos acumulados de los cuatro últimos trimestres), frente al 6,7% del trimestre anterior. Esta ligera mejora detuvo la tendencia negativa que se había iniciado en 2008 y refleja un inversión pública bruta algo

más baja (el 2,7% del PIB) y una estabilización del ahorro bruto (en el -3,9% del PIB). Todos los ingresos (salvo los impuestos directos de las instituciones financieras) registraron una tasa de crecimiento más elevada que en el trimestre anterior. Esta evolución fue consecuencia, principalmente, del funcionamiento de los estabilizadores automáticos en una economía en fase de recuperación. Al mismo tiempo, la favorable trayectoria de los ingresos se vio reforzada por las subidas de impuestos acometidas en el contexto de las medidas de consolidación adoptadas en muchos países. La tasa de crecimiento interanual de la financiación se redujo de forma moderada en el trimestre anterior, y pasó del 7% al 7,5%.

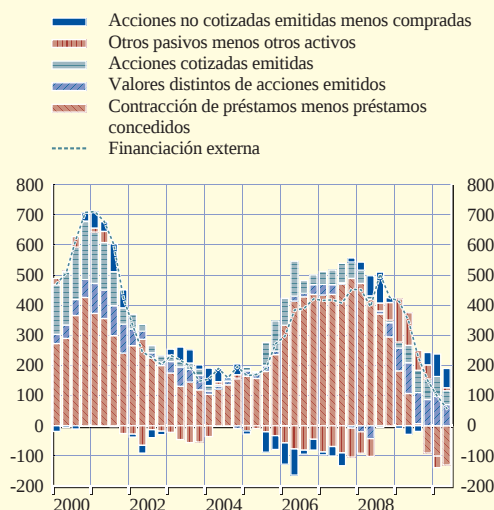
La renta bruta de las instituciones financieras siguió creciendo a un ritmo excepcionalmente elevado, pues continuaron beneficiándose de la inclinación de la curva de rendimientos. La tasa de crecimiento interanual de la inversión financiera se redujo 0,3 puntos porcentuales, hasta el 2,4%, debido al descenso de las adquisiciones por parte de los fondos de inversión en el contexto de las tensiones observadas en la deuda soberana. Los valores distintos de acciones, tanto de los otros intermediarios financieros como de las IFM, fue la variable que contribuyó en mayor medida a esa evolución (con una contribución de 0,9 puntos porcentuales), debido a que las IFM volvieron a una composición más tradicional del balance bancario (que registró por primera vez una tasa de crecimiento interanual negativa en el caso de los bonos de inversión). La concesión de préstamos mantuvo su debilidad, mostrando los préstamos a hogares tasas de crecimiento positivas, aunque moderadas, y los préstamos a las sociedades no financieras, tasas negativas. La ratio de acciones y otras participaciones en relación con los activos financieros de las IFM se redujo 0,7 puntos porcentuales, hasta el 8,1%, en el contexto de la continua desinversión del sector privado en participaciones en fondos de inversión del mercado monetario.

Mercados financieros

Las operaciones en valores distintos de acciones, que habían sido cuantiosas en los trimestres anteriores, se moderaron en el contexto de las tensiones observadas en la deuda soberana. Las sociedades no financieras redujeron sus emisiones, como consecuencia del cierre temporal del mercado. Las emisiones de las IFM también se contrajeron de forma tan brusca que pasaron a ser compradores netos (adquisiciones de activos menos emisiones de pasivos), pese a la continua desinversión en valores distintos de acciones. Los otros intermediarios financieros se convirtieron en vendedores netos a causa de la desinversión observada en los fondos de inversión, ya que la reducción del ahorro de los hogares se puso de manifiesto principalmente en la desinversión en dichos fondos, como reflejo de una reacción de aversión al riesgo ante las tensiones registradas en la deuda soberana. Por el contrario, tanto las empresas de seguros como el resto del mundo siguieron siendo compradores netos.

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

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



Fuente: BCE.

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

Al mismo tiempo, las emisiones de acciones cotizadas por parte de las empresas se redujeron ligeramente, mientras que las adquisiciones por parte de los otros intermediarios financieros descendieron de forma acusada debido a la desinversión en los fondos de inversión.

Evolución de los balances

El desarrollo de tensiones en la deuda soberana tuvo efectos dispares en los balances de las instituciones financieras. La cartera de valores distintos de acciones aumentó de valor, a causa de la elevada ponderación de los activos refugio que se beneficiaron del comportamiento de los inversores que buscaban activos de más calidad (véase gráfico G). No obstante, las acciones sufrieron debido al aumento general de la incertidumbre, que provocó pérdidas netas (aunque los flujos anuales acumulados se mantuvieron en máximos históricos).

Al mismo tiempo, la variación interanual del patrimonio neto de los hogares siguió siendo fuertemente positiva (23,3% de la renta anual), principalmente como consecuencia de las ganancias observadas en las tenencias de acciones y otras participaciones debidas a la vigorosa recuperación general de los mercados hasta mediados del 2010 y a cierta estabilización en la mayoría de los mercados inmobiliarios (véase gráfico H).

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

(flujos intertrimestrales; mm de euros)

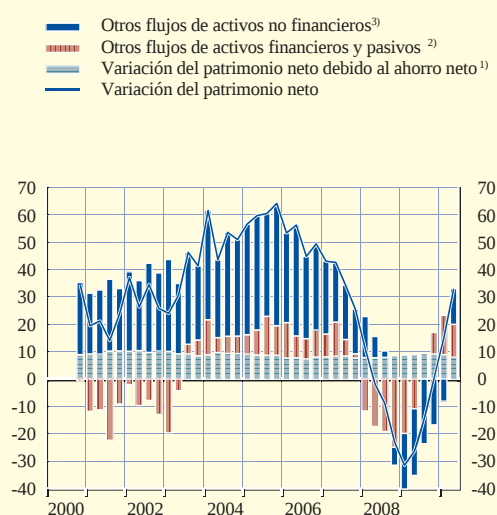


Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

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

Gráfico H Variación del patrimonio neto de los hogares

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



Fuentes: Eurostat y BCE.

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

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

2) Principalmente pérdidas y ganancias en acciones y otras participaciones

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

3 PRECIOS Y COSTES

Según el avance de Eurostat, la inflación interanual medida por el IAPC de la zona del euro se elevó, tal y como estaba previsto, al 1,9% en octubre de 2010, frente al 1,8% de septiembre. En los próximos meses, se espera que las tasas de inflación medidas por el IAPC oscilen 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. 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 1,9% en octubre de 2010, frente al 1,8% de septiembre (véase cuadro 4). Aunque no se han publicado todavía las estimaciones oficiales del detalle del IAPC de octubre, parece que este ascenso estuvo relacionado, principalmente, con efectos de base al alza.

En septiembre, el último mes para el que se dispone del detalle oficial del IAPC, la tasa de variación interanual del IAPC general aumentó en 0,2 puntos porcentuales, en relación con el mes de agosto (véase gráfico 21). Este incremento fue consecuencia, fundamentalmente, de la fuerte elevación de la tasa de variación interanual del componente energético, que se situó en el 7,7% en septiembre, frente al 6,1% del mes anterior. La subida de los precios de la energía estuvo relacionada con los precios del petróleo y se debió, en gran medida, a un efecto de base, dado que los precios energéticos no experimentaron un aumento significativo en tasa intermensual.

La tasa de variación interanual de los precios de todos los alimentos (incluidos el alcohol y el tabaco) continuó elevándose, hasta situarse en el 1,6% en septiembre, ligeramente por encima del nivel de agosto, manteniendo la tendencia ascendente iniciada en octubre de 2009. Por lo que se refiere a los subcomponentes, la tasa de variación interanual de los precios de los alimentos no elaborados volvió a aumentar ligeramente en septiembre, hasta el 2,5%, como resultado de un efecto de base al alza y del nuevo incremento de los precios de las legumbres y hortalizas. La tasa de variación interanual de los precios de

Cuadro 4 Evolución de los precios

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

	2008	2009	2010 May	2010 Jun	2010 Jul	2010 Ago	2010 Sep	2010 Oct
IAPC y sus componentes								
Índice general ¹⁾	3,3	0,3	1,6	1,4	1,7	1,6	1,8	1,9
Energía	10,3	-8,1	9,2	6,2	8,1	6,1	7,7	.
Alimentos no elaborados	3,5	0,2	0,4	0,9	1,9	2,4	2,5	.
Alimentos elaborados	6,1	1,1	0,9	0,9	0,9	1,0	1,0	.
Bienes industriales no energéticos	0,8	0,6	0,3	0,4	0,5	0,4	0,6	.
Servicios	2,6	2,0	1,3	1,3	1,4	1,4	1,4	.
Otros indicadores de precios								
Precios industriales	6,1	-5,1	3,1	3,1	4,0	3,6	.	.
Precios del petróleo (euro/barril)	65,9	44,6	61,6	62,2	58,9	59,9	59,8	60,2
Precios de las materias primas no energéticas	2,0	-18,5	52,1	51,1	56,8	51,6	58,8	50,4

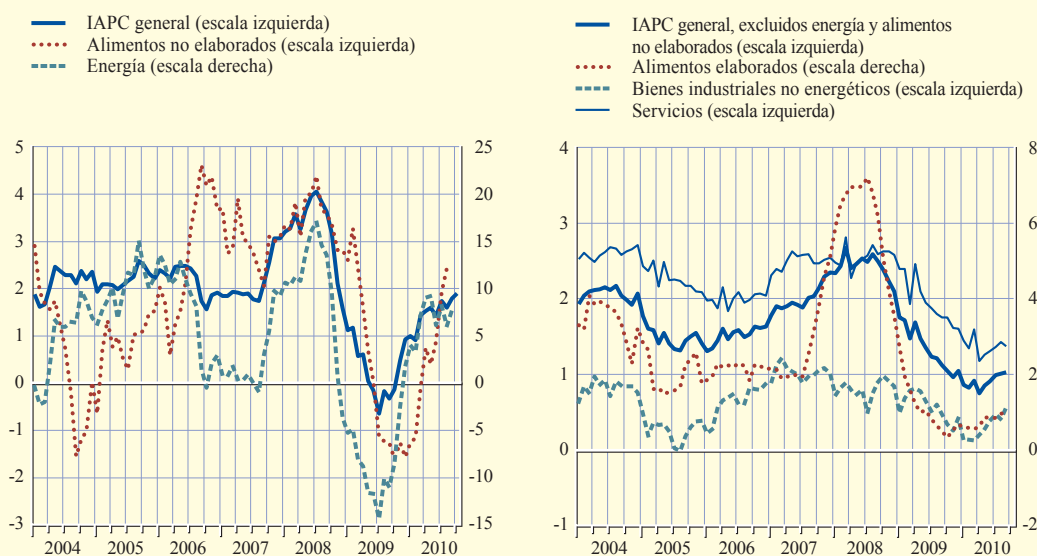
Fuentes: Eurostat, BCE y cálculos del BCE basados en datos de Thomson Financial Datastream.

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

1) La inflación medida por el IAPC de octubre 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.

los alimentos elaborados permaneció estable en el 1%. Hasta el momento, existen escasas señales de que las recientes subidas de los precios de algunas materias primas alimentarias estén incidiendo en los precios de consumo en la zona del euro. Por ejemplo, los precios del pan y de los cereales siguieron registrando una tasa de variación interanual ligeramente negativa en septiembre.

Si se excluyen los alimentos y la energía, que representan cerca del 30% de la cesta del IAPC, en septiembre la inflación interanual medida por el IAPC se mantuvo en el 1%, el mismo nivel que en los dos meses anteriores. En consecuencia, la brecha entre la inflación medida por el IAPC general y la inflación medida por el IAPC, excluidos los alimentos y la energía, volvió a ampliarse. En el recuadro 5 se analizan con más detalle los factores determinantes del aumento de 1 punto porcentual de la inflación medida por el IAPC general observado desde diciembre de 2009.

De los dos componentes de la inflación medida por el IAPC, excluidos los alimentos y la energía, la inflación de los precios de los bienes industriales no energéticos se elevó en septiembre hasta el 0,6%, la tasa de variación interanual más alta registrada por este componente en un año. Este incremento fue resultado, en gran medida, de la inflación de los precios de los automóviles del 0,9% registrada en septiembre, frente al 0,1% de agosto. Esta fue la tasa más elevada observada desde diciembre de 2007, tras varios meses consecutivos de descenso de los precios de los automóviles, desde mediados de 2009 hasta mediados de 2010. En septiembre, la inflación de los precios de los servicios se mantuvo estable en el 1,4%, nivel sin embargo ligeramente superior al registrado en la primavera del presente año.

Recuadro 5

FACTORES DETERMINANTES DE LA EVOLUCIÓN RECIENTE DE LA INFLACIÓN

Según el avance de Eurostat, en el transcurso del presente año, la tasa de variación interanual del IAPC general se ha elevado notablemente, desde el 0,9% de diciembre de 2009 hasta el 1,9% de octubre de 2010. Al mismo tiempo, la inflación medida por el IAPC, excluidos los alimentos y la energía, se ha mantenido en niveles bastante moderados, experimentando solo un ligero crecimiento hasta el momento (véase gráfico A). En este recuadro se analizan los factores determinantes de esta evolución.

Precios de los alimentos y la energía

La elevación de la tasa interanual de inflación medida por el IAPC general hasta octubre de 2010 estuvo determinada, en parte, por efectos de base derivados de los componentes de alimentos y energía, es decir, el impacto de las variaciones del índice registradas doce meses antes sobre la evolución de la tasa de variación interanual¹. Tal y como se observa en el gráfico B, en términos acumulados, estos efectos de base contribuyeron en 0,6 puntos porcentuales al aumento de 1 punto porcentual de la inflación medida por el IAPC general registrado entre diciembre de 2009 y octubre de 2010. Los efectos de base de la energía están relacionados con la volatilidad que mostraron los precios energéticos en 2009, año en el que estos precios subieron, en general, menos de lo que aumentaron, en promedio, en los años anteriores. Los importantes efectos de base al alza de los precios de los alimentos pueden expli-

1 Para más información sobre los efectos de base, véase el recuadro 3 titulado «Los efectos de base y su impacto sobre la inflación medida por el IAPC en 2010», el Boletín Mensual de enero de 2010.

Gráfico A IAPC general e IAPC excluidos los alimentos y la energía

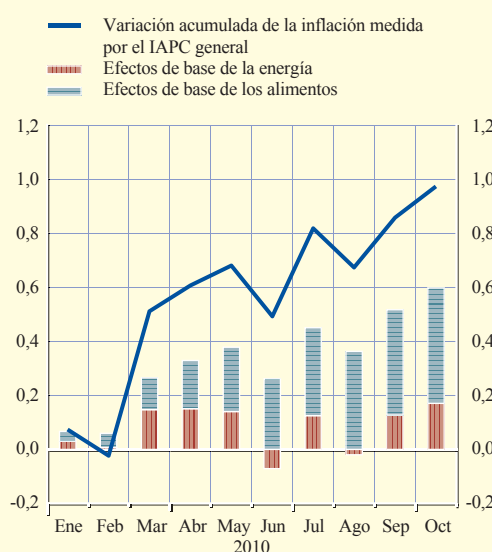
(tasas de variación interanual)



Fuente: Eurostat.

Gráfico B Impacto acumulado de los efectos de base sobre la variación de la inflación interanual medida por el IAPC general entre diciembre de 2009 y octubre de 2010

(puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

carse, en gran medida, por la evolución moderada de los precios de los alimentos elaborados y de la carne en el transcurso del año pasado, como resultado de la desaparición de la perturbación que afectó a los precios de las materias primas alimentarias en los mercados internacionales. Estos efectos de base fueron el principal factor determinante del aumento de la inflación en los precios de los alimentos, desde el -0,2% de diciembre de 2009 hasta el 1,6% de septiembre de 2010.

En cambio, la evolución de los precios de los alimentos en lo que va de año hasta septiembre solo contribuyó ligeramente a la elevación de la inflación en los precios de los alimentos, lo que indica, a su vez, que el nuevo pronunciado incremento de los precios internacionales de determinadas materias primas alimentarias observado en el verano todavía no ha afectado de forma significativa a los precios de consumo de los alimentos en la zona del euro. No obstante, existe evidencia inicial de cierto impacto sobre los precios industriales de partidas que están más expuestas a variaciones de los precios internacionales de determinados productos agrícolas, como la harina y los piensos. El acusado aumento de los precios energéticos registrado en los cuatro primeros meses del presente año, como consecuencia de una fuerte subida de los precios del petróleo en ese período, contribuyó a elevar la inflación interanual medida por el IAPC general, en comparación con la observada en diciembre de 2009.

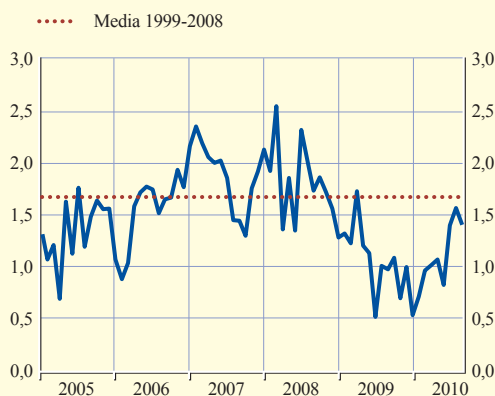
Evolución de los precios excluidos los alimentos y la energía

Si se excluyen los alimentos y la energía (tras lo cual los demás componentes representan el 70% de la cesta del IAPC), la tasa de variación interanual del IAPC solo aumentó ligeramente en fechas recientes, situándose en el 1% en julio, agosto y septiembre de 2010², tras descender gradualmente desde finales de 2008 hasta principios de 2010, hasta alcanzar un mínimo del 0,8% en abril de 2010. Este incremento refleja el hecho de que la evolución a corto plazo del IAPC excluidos los alimentos y la energía (medida por las tasas de variación intertrimestral anualizadas sobre series desestacionalizadas) ha mostrado recientemente un mayor dinamismo, repuntando casi hasta la tasa media de variación observada entre 1999 y 2008 (véase gráfico C).

Varios factores pueden explicar la evolución a corto plazo más dinámica de los precios de los bienes industriales no energéticos y de los servicios, que constituyen el IAPC, excluidos los alimentos y la energía. En primer lugar, las medidas fiscales, como el aumento del IVA, de otros impuestos indirectos y de los precios administrados llevado a cabo en algunos países de la zona del euro han provocado incrementos de precios. Según la información más reciente basada en el IAPC experimental con tipos impositivos constantes y los datos de precios administrados disponibles hasta agosto de 2010, se estima que las medidas fiscales han añadido 0,5 puntos porcentuales a la inflación medida por el IAPC

Gráfico C Evolución a corto plazo del IAPC excluidos los alimentos y la energía

(tasas de variación intertrimestral anualizadas; datos desestacionalizados)



Fuente: BCE.

2 La información sobre la tasa de variación interanual del IAPC, excluidos los alimentos y la energía, correspondiente al mes de octubre de 2010 se publicará el 16 de noviembre del presente año.

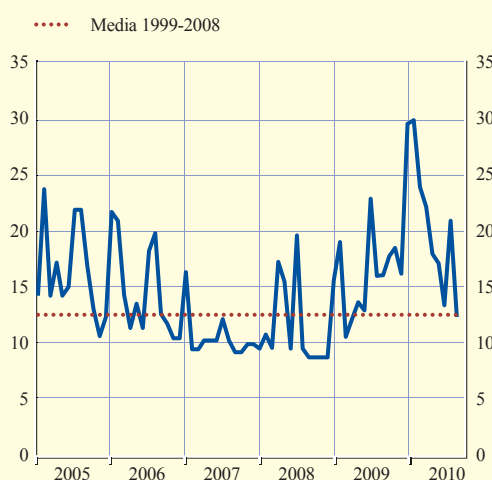
general de la zona del euro desde diciembre de 2009. Ello se corresponde con la contribución media registrada en el periodo comprendido entre 2004 y 2009, pero supera notablemente la contribución de 0,2 puntos porcentuales observada el año pasado. Con todo, esta estimación sobrevalora, probablemente, el impacto efectivo del aumento de los impuestos indirectos y de los precios administrados. Ello se debe a que la estimación se basa en el supuesto de que los cambios en los impuestos indirectos se trasladan en su totalidad y de forma inmediata a los precios de consumo; a que puede incluir cierto grado de doble contabilización; y a que no aísla el impacto de las decisiones oficiales de otras influencias sobre la fijación de precios en el caso de los precios administrados³. En segundo lugar, pese a la apreciación registrada desde julio de 2010, la depreciación general del tipo de cambio efectivo nominal del euro desde 2009 ha ejercido probablemente presiones al alza sobre los precios de consumo de la zona del euro. La aparición de presiones externas sobre los precios queda evidenciada por la fuerte fluctuación de la tasa de variación interanual de los precios de las importaciones de bienes de consumo, excluidos los alimentos y la energía, procedentes de países no pertenecientes a la zona del euro, desde el mínimo del orden de un -3% observado en noviembre de 2009 hasta las tasas comprendidas entre el 3,5% y el 4% registradas en junio y agosto de 2010. Sin embargo, no se conoce con certeza la medida en que estos incrementos se han trasladado a los precios de consumo de la zona del euro. En tercer lugar, las subidas de los precios internacionales del petróleo y de otras materias primas pueden haber afectado indirectamente a los precios de distintas partidas del IAPC, excluidos los alimentos y la energía. En cuarto lugar, el hecho de que las empresas hayan podido trasladar, al menos en alguna medida, la elevación de los impuestos indirectos, así como la de los precios de las importaciones y de los costes de los bienes intermedios, podría interpretarse como señal de cierta expansión de la demanda de consumo, lo que permitiría a las empresas recuperar parte de las anteriores pérdidas derivadas de la reducción de sus márgenes.

En general, existen indicios de normalización de la evolución del IAPC, excluidos los alimentos y la energía, tras las moderadas subidas de precios observadas especialmente desde mediados de 2009 hasta junio de 2010, que tuvieron un carácter cíclico y se debieron a la debilidad de la demanda de consumo y a la acentuada atonía de la economía de la zona del euro.

La reciente inversión de la debilidad de la tasa de inflación medida por el IAPC, excluidos los alimentos y la energía, se refleja también en un cambio en la distribución de las tasas de variación interanual de sus componentes. En particular, como puede apreciarse en el gráfico D, la proporción de partidas con una tasa de variación interanual negativa retornó, en septiembre de 2010, al nivel medio registrado en el periodo transcurrido entre 1999 y 2008, tras haber aumentado sensiblemente en el transcurso de 2009 y a comienzos

Gráfico D Proporción del IAPC excluidos los alimentos y la energía con tasas de variación interanual negativas

(porcentaje)



Fuente: Eurostat.

Nota: El porcentaje se calcula sobre la base de las ponderaciones del gasto de las partidas incluidas en el IAPC excluidos los alimentos y la energía.

3 Para más detalles, véanse el recuadro 5 titulado «Nuevas series estadísticas para medir el impacto de los impuestos indirectos sobre la inflación medida por el IAPC», en el Boletín Mensual de noviembre de 2009, y el recuadro 4 titulado «Cuantificar y evaluar el impacto de los precios administrados en la inflación medida por el IAPC», en el Boletín Mensual de mayo de 2007.

de 2010. Esta inversión de la tendencia negativa de la tasa de variación interanual se observó especialmente en los vehículos de motor, ya que la política de fuertes descuentos aplicada como consecuencia de la crisis financiera ya se estaba agotando. Además, los precios de las prendas de vestir no registraron una tasa de variación interanual particularmente negativa en las rebajas de verano de 2010, contrariamente a lo observado en el verano e invierno de 2009 y en el invierno de 2010. Ello apuntaría también a una mejora general de la demanda y a la práctica ausencia de presiones deflacionistas en la zona del euro. No obstante, en septiembre de 2010 existía todavía una proporción inusualmente alta de partidas del IAPC, excluidos los alimentos y la energía, con reducidas tasas de variación interanual inferiores al 1%, señal de evolución moderada de los precios, todavía bajo los efectos de las reducidas presiones al alza sobre los precios internos.

Conclusiones

En resumen, el aumento de la inflación medida por el IAPC general registrado desde diciembre de 2009 puede atribuirse, en parte, a efectos de base derivados de sus componentes más volátiles, los alimentos y la energía. Además, las fuertes subidas de los precios energéticos observadas anteriormente este año acentuaron la elevación de la inflación medida por el IAPC general, mientras que la evolución intermensual de los precios de la energía fue menos acusada en los últimos meses. Los precios de los alimentos han aumentado también ligeramente en el transcurso del presente año, aunque existe todavía escasa evidencia de que se hayan visto afectados de forma significativa por las recientes subidas de los precios de algunas materias primas alimentarias. Por otro lado, la inflación medida por el IAPC general se ha elevado en los últimos meses, como consecuencia de la evolución más dinámica del IAPC, excluidos los alimentos y la energía, reflejo de cierta normalización tras las moderadas subidas de precios registradas hasta mediados de 2010; de cierta transmisión de la depreciación general del euro; de aumentos de los precios de las materias primas; y, sobre todo, de las medidas de política fiscal. De cara al futuro, se espera que, en los próximos meses, algunos nuevos, aunque reducidos, efectos de base al alza configuren el perfil de la inflación medida por el IAPC general. Si la demanda interna mejora ligeramente, lo que permitiría trasladar en mayor medida el incremento de los impuestos y de los costes no salariales de los bienes intermedios, cabe esperar que la inflación medida por el IAPC, excluidos los alimentos y la energía, siga elevándose levemente en los próximos meses. No obstante, se trataría de un aumento contenido, debido a la moderación salarial y a la persistente atonía de la economía de la zona del euro.

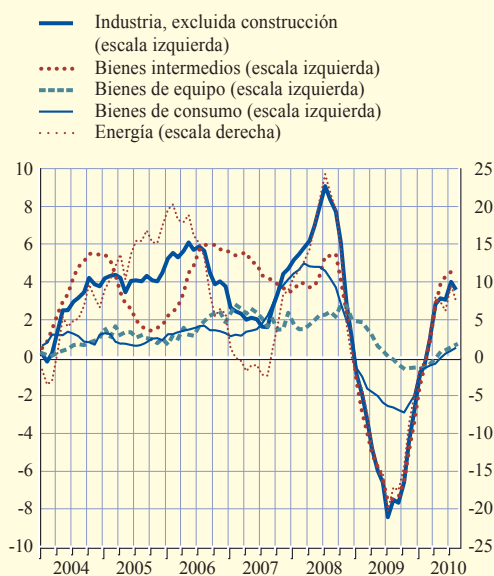
3.2 PRECIOS INDUSTRIALES

No se dispone de nuevos datos sobre los precios industriales de la zona del euro desde el anterior Boletín Mensual. Los datos nacionales disponibles muestran un aumento generalizado de la tasa de variación interanual de los precios industriales, excluida la construcción, en septiembre, tras el ligero descenso observado en agosto, mes en el que los precios de la energía y de los bienes intermedios registraron la tasa de variación interanual más alta de las principales ramas de actividad (véase gráfico 22). Por el contrario, las tasas de variación interanual de los precios de los bienes de equipo y de los bienes de consumo, que se encuentran en las últimas fases de la cadena de producción, solo fueron ligeramente positivas en agosto. Pese a estos reducidos aumentos de los precios de los bienes de consumo, los precios industriales de algunas partidas de estos bienes, como joyería y productos relacionados, legumbres y hortalizas, aceites y grasas animales, y productos lácteos, han subido de forma particularmente acusada.

Al igual que en septiembre, los indicadores de las encuestas de octubre de 2010 señalaron presiones al alza sobre los precios, ligeramente más acentuadas en el sector manufacturero que en el sector servicios

Gráfico 22 Desagregación de los precios industriales

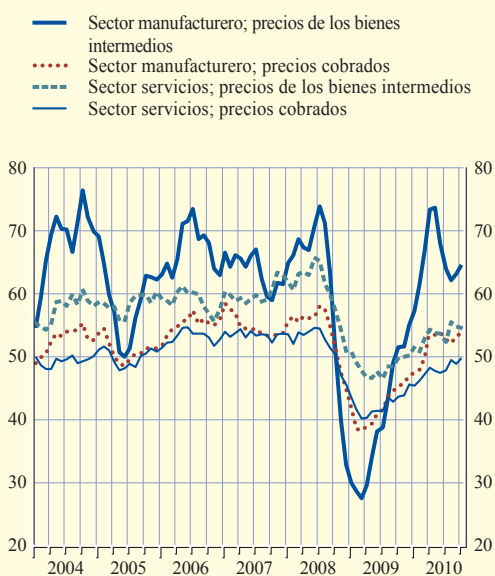
(tasas de variación interanual; datos mensuales)



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.

(véase gráfico 23). En lo que respecta al índice de directores de compras, los datos de octubre apuntaron también a aumentos significativos de los precios de los bienes intermedios, a nuevas ligeras subidas de los precios cobrados en el sector manufacturero y a la elevación de los precios cobrados en el sector servicios. Estos últimos precios mantuvieron la tendencia al alza observada desde marzo de 2009, alcanzando en octubre de 2010 un nivel próximo a su media histórica de 50. De forma más general, en octubre los índices sintéticos de los bienes intermedios y de los precios de venta se situaron, por tercer mes consecutivo, en niveles superiores a sus medias históricas. Además, los indicadores de las encuestas continuaron sugiriendo que los fuertes aumentos de los precios de los bienes intermedios que han tenido que sufrir las empresas de la zona del euro solo se pueden trasladar de manera limitada a los precios de venta.

3.3 INDICADORES DE COSTES LABORALES

Existen escasos datos nuevos sobre los indicadores de costes laborales desde el Boletín Mensual anterior. Las tasas de crecimiento interanual de los indicadores de costes laborales registraron una evolución moderada en el segundo trimestre de 2010. Sin embargo, estos indicadores sugieren que los costes laborales tocaron probablemente fondo en el primer semestre de 2010.

La tasa de crecimiento interanual de los salarios negociados de la zona del euro se situó en el 1,9% en el segundo trimestre de 2010, ligeramente por encima del mínimo histórico observado en el primer trimestre (véanse cuadro 5 y gráfico 24). Este aumento se produjo de forma generalizada en los cuatro países más grandes de la zona del euro, a excepción de España, donde la tasa de crecimiento interanual

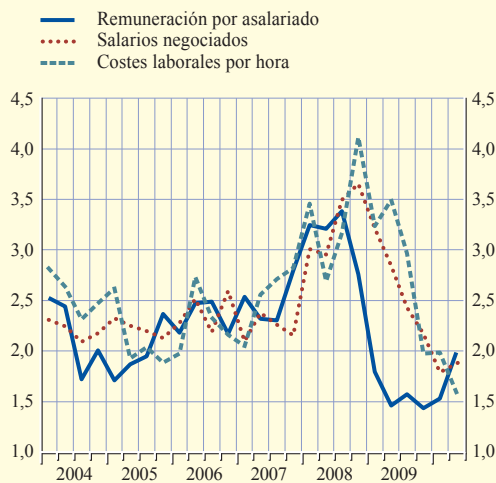
de los salarios resultantes de los convenios colectivos disminuyó ligeramente en el segundo trimestre de 2010, en comparación con el primer trimestre. Esta evolución, unida a algunos datos preliminares sobre los salarios negociados correspondientes al tercer trimestre, sigue apuntando, en general, a un patrón moderado de crecimiento salarial en los últimos meses.

En el segundo trimestre de 2010, el crecimiento interanual de los costes laborales por hora de la zona del euro se situó en el 1,6%, la tasa de crecimiento más baja observada desde el inicio de esta serie en 2001, reflejo de la contención de los costes laborales, en un contexto de debilidad de los mercados de trabajo. Dentro de los costes laborales por hora generales de la zona del euro, en el segundo trimestre los costes no salariales siguieron creciendo más aceleradamente que el componente de sueldos y salarios. El descenso registrado en el segundo trimestre de 2010 en comparación con el primero fue, en cierta medida, resultado de la finalización o limitación de los planes de reducción de las horas de trabajo precedentemente implantados en algunos países de la zona del euro. Por el contrario, la tasa de crecimiento interanual de la remuneración por asalariado aumentó en el segundo trimestre de 2010, hasta el 2% desde el 1,5% del primer trimestre. Este incremento refleja no solo la elevación de la tasa de crecimiento interanual de la remuneración por hora, sino también un aumento similar de la tasa de crecimiento interanual de las horas trabajadas por asalariado. La tasa de crecimiento interanual de la productividad del trabajo, medida por persona ocupada, volvió a mejorar en el segundo trimestre de 2010, superando la correspondiente tasa de la remuneración por asalariado, lo que dio lugar a una tasa de crecimiento interanual negativa de los costes laborales unitarios.

En cuanto a la evolución sectorial, se observa que la tasa de variación interanual de la remuneración por asalariado aumentó de forma generalizada en todos los sectores en el segundo trimestre de 2010 (véase gráfico 25). Este incremento fue más pronunciado en el sector industrial y puede explicarse, en gran medida, por la evolución de las horas trabajadas en este sector.

Gráfico 24 Indicadores de costes laborales

(tasas de variación interanual; datos trimestrales)



Fuentes: Eurostat, datos nacionales y cálculos del BCE.

Cuadro 5 Indicadores de costes laborales

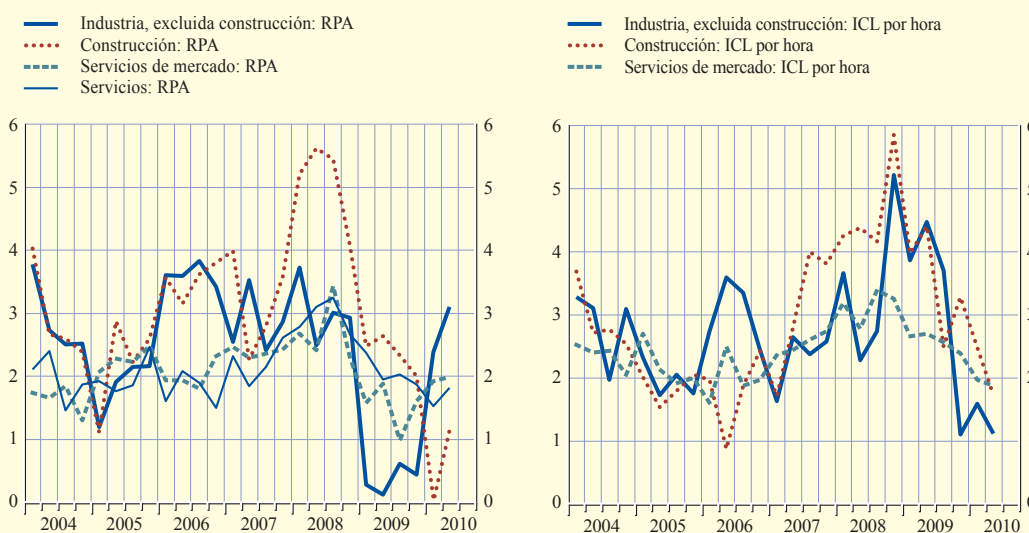
(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

	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.

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.

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 de inflación deberían mantenerse, en general, en una senda moderada. 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.

La última encuesta del BCE a expertos en previsión económica muestra que las expectativas de inflación de los encuestados para los años 2010 a 2012 prácticamente no han variado, con revisiones de, como mucho, 0,1 puntos porcentuales (véase recuadro 6). Las expectativas de inflación a largo plazo para 2015 se han revisado a la baja en 0,1 puntos porcentuales, hasta el 1,9%.

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, se espera que los riesgos relacionados con la evolución de los precios y costes internos sigan siendo moderados.

Recuadro 6

RESULTADOS DE LA ENCUESTA DEL BCE A EXPERTOS EN PREVISIÓN ECONÓMICA CORRESPONDIENTES AL CUARTO TRIMESTRE DE 2010

Este recuadro presenta los resultados correspondientes al cuarto trimestre de 2010 de la encuesta a expertos en previsión económica (EPE) realizada por el BCE entre el 15 y el 20 de octubre de 2010. En esta encuesta se recogen las expectativas de expertos de instituciones financieras y no financieras radicadas en la Unión Europea respecto a la inflación, el crecimiento del PIB real y el desempleo de la zona del euro¹.

Expectativas de inflación para los años 2010, 2011 y 2012

Se espera que la inflación se sitúe en el 1,5% en 2010 y 2011 y en el 1,6% en 2012. Las perspectivas de inflación a corto y medio plazo no han experimentado prácticamente cambios en relación con la encuesta anterior. En efecto, han subido 0,1 puntos porcentuales para 2010, no han variado para 2011, y han bajado 0,1 puntos porcentuales para 2012 (vase cuadro)².

Las expectativas de inflación de la EPE para 2010 y 2011 se sitúan dentro de los intervalos de las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro en sep-

- 1 Dada la diversidad de los encuestados, los resultados agregados de la EPE pueden reflejar un conjunto relativamente heterogéneo de opiniones y supuestos subjetivos.
- 2 Puede obtenerse información adicional en la dirección del BCE en Internet www.ecb.europa.eu/stats/prices/indic/forecast/html/index.en.html

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

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

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

1) En porcentaje de la población activa.

2) Las expectativas de inflación a largo plazo del Barómetro de la Zona del Euro se refieren a 2014, las de la EPE del cuarto trimestre de 2010 y de Consensus Economics se refieren a 2015.

tiembre de 2010 y son muy similares a las previsiones de octubre de 2010 de Consensus Economics y del Barómetro de la Zona del Euro para todos los horizontes temporales.

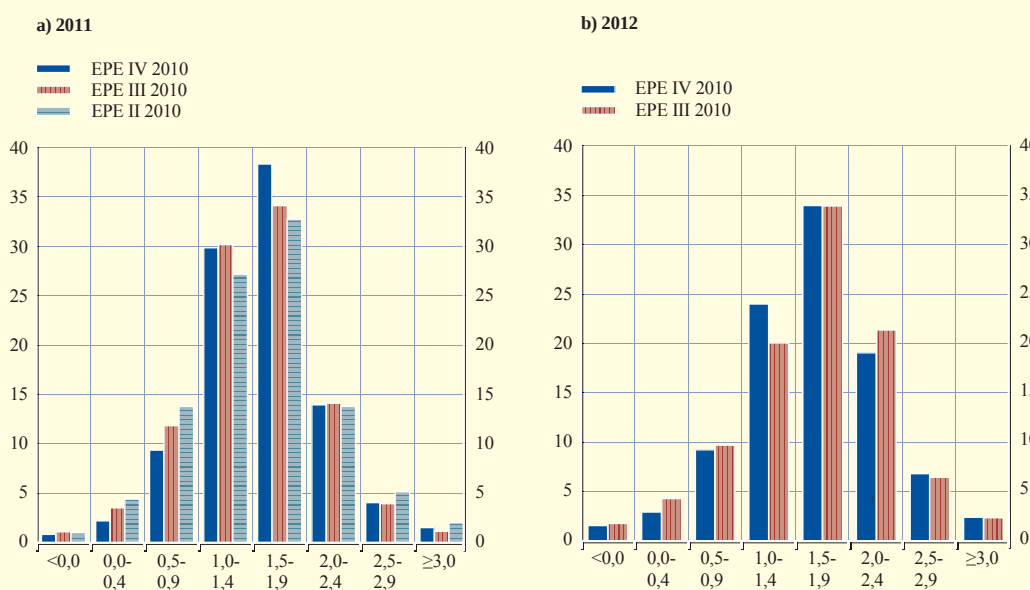
El cuestionario de la EPE solicita también que se asigne una probabilidad a que los resultados futuros se sitúen dentro de un intervalo específico. En comparación con la encuesta anterior, la distribución de probabilidad agregada para 2010 se concentra más en el intervalo comprendido entre el 1,5% y el 1,9%, al que los encuestados asignan una probabilidad del 57%. Las distribuciones de probabilidad para 2011 y 2012 se han mantenido básicamente estables en relación con la encuesta precedente, con un ligero aumento de la probabilidad de que la inflación se sitúe en el intervalo comprendido entre el 1,5% y el 1,9% para 2011 (véase gráfico A). Las distribuciones de probabilidad individuales muestran que los encuestados consideran que los riesgos para estas previsiones están, en general, equilibrados para 2010 y 2012, y apuntan a la baja para 2011. Los encuestados señalan los siguientes riesgos alcistas para el escenario de referencia: i) subida de los precios del petróleo, de las materias primas y de los alimentos; y ii) aumento de los impuestos indirectos y de los precios administrados, como resultado de los planes de consolidación fiscal. Como principales riesgos bajistas para las perspectivas de inflación a corto y medio plazo, indican los siguientes: i) reducidas presiones salariales debido a la elevada tasa de desempleo; y ii) crecimiento relativamente estancado, como resultado de la persistente atonía de la economía. Entre los riesgos tanto alcistas como bajistas figuran posibles variaciones del tipo de cambio entre el dólar estadounidense y el euro, dado que inciden en los precios de importación.

Indicadores de expectativas de inflación a largo plazo

Las expectativas de inflación a largo plazo (para 2015) se han revisado ligeramente a la baja, en promedio hasta el 1,90%, frente al 1,95% de la encuesta anterior. La mediana de las estimaciones,

Gráfico A Distribución de probabilidad para la inflación media anual en 2011 y 2012 en las últimas encuestas EPE¹⁾

(probabilidad en porcentaje)



Fuente: BCE.

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

que se ve menos afectada por los valores extremos que la estimación media, se mantiene en el 1,9%. La previsión media se sitúa ligeramente por debajo de la previsión de inflación a largo plazo de Consensus Economics para 2015 (2%) y está en línea con la del Barómetro de la Zona del Euro para 2014 (1,9%).

El desacuerdo que muestran los encuestados respecto a estas expectativas, medidas por la desviación típica de sus previsiones, se ha acentuado ligeramente desde 2009, reflejo de algunos valores atípicos. Sin embargo los percentiles 25 y 75 se han mantenido sustancialmente estables en los últimos años, en el 2% y el 1,8%, respectivamente (véase gráfico B).

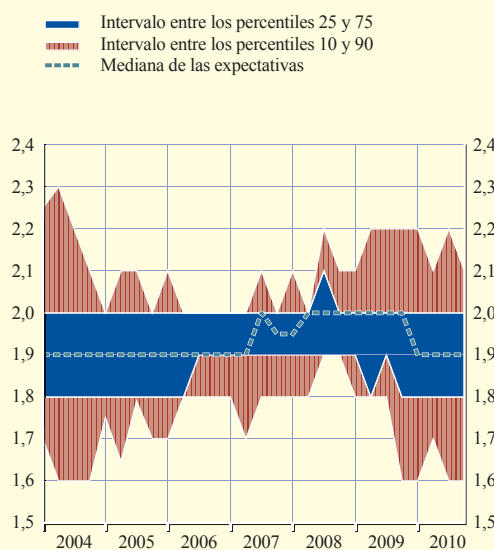
La incertidumbre agregada respecto a estas expectativas de inflación, medida por la desviación típica de la distribución de probabilidad agregada, ha aumentado ligeramente en relación con la encuesta anterior³. Por último, la probabilidad de que la inflación a largo plazo se sitúe en un nivel igual o superior al 2% permanece prácticamente estable en el 45%.

Los indicadores de expectativas de inflación basados en los mercados financieros han bajado en agosto y septiembre, si bien han repuntado en octubre. Cabe destacar que estos indicadores incorporan no solo el nivel esperado de inflación, sino también una prima adicional para compensar a los inversores en renta fija por los riesgos de inflación. En general, son también más volátiles que los indicadores basados en las encuestas, debido a la volatilidad de la citada prima de riesgo de inflación y también a la fluctuante situación de liquidez que han venido experimentando los mercados de renta

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

Gráfico B Expectativas de inflación a largo plazo (2015) de los participantes en la EPE

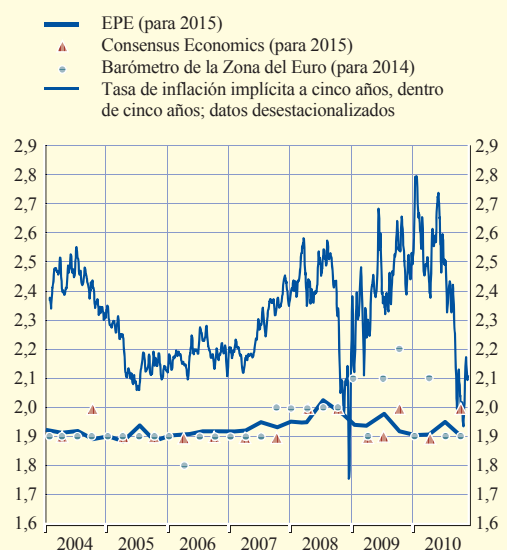
(tasas de variación interanual)



Fuente: BCE.

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

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



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

fija, especialmente desde mediados de 2008 (véase gráfico C)⁴. Por lo tanto, se evitará interpretar automáticamente la volatilidad de estos indicadores como reflejo de revisiones de las expectativas de inflación a largo plazo de los participantes en el mercado⁵.

Expectativas de crecimiento del PIB real

Las expectativas de crecimiento del PIB a corto y medio plazo se han revisado al alza en todos los horizontes: en 0,5 puntos porcentuales, hasta el 1,6%, para 2010; en 0,1 puntos porcentuales, hasta el 1,5%, para 2011; y en 0,1 puntos porcentuales, hasta el 1,7%, para 2012 (véase cuadro).

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

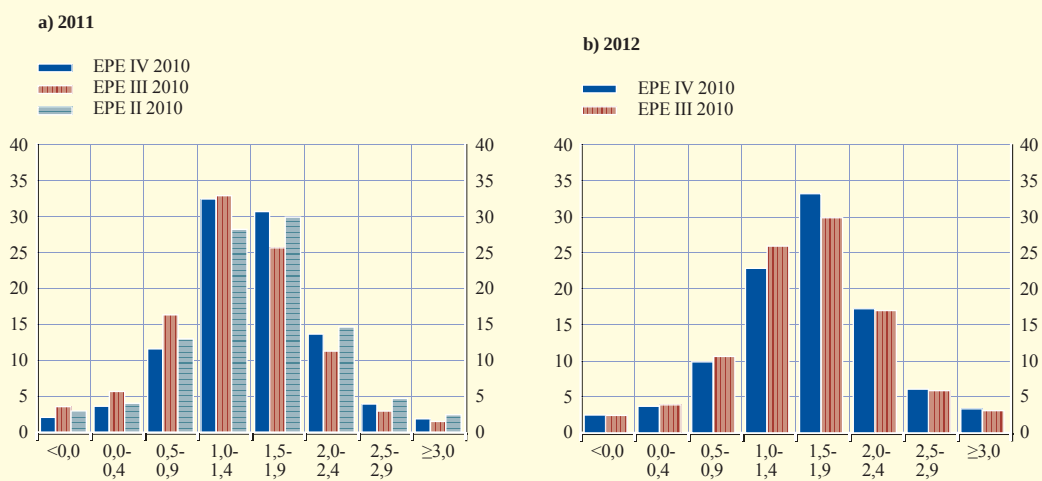
La distribución de probabilidad agregada para 2010 se ha elevado considerablemente, ya que los encuestados asignan ahora una probabilidad del 58% al intervalo comprendido entre el 1,5% y el 1,9%. Por lo que se refiere a 2011 y 2012, la distribución de probabilidad agregada se ha elevado ligeramente en comparación con la encuesta anterior. Para ambos horizontes temporales, los encuestados asignan una probabilidad cercana al 60% a que el crecimiento del PIB se sitúe en el intervalo comprendido entre el 1% y el 1,9% (véase gráfico D).

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

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

Gráfico D Distribución de probabilidad para el crecimiento medio anual del PIB real en 2011 y 2012 en las últimas encuestas EPE¹⁾

(probabilidad en porcentaje)



Fuente: BCE.

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

El nivel de incertidumbre respecto a las previsiones de crecimiento del PIB real a un año y a dos años no ha variado en relación con la encuesta anterior. Los encuestados consideran que los riesgos para la previsión media de crecimiento del PIB real apuntan a la baja en todos los horizontes temporales, especialmente para 2010. En su opinión, los principales riesgos bajistas están relacionados con el debilitamiento del crecimiento registrado en Estados Unidos y con la desaceleración observada en las economías emergentes. Entre los riesgos alcistas, los encuestados incluyen: i) el aumento de la confianza, con el resultante fortalecimiento de la demanda interna; ii) la recuperación del mercado de trabajo; y iii) el éxito de los planes de consolidación fiscal.

Las expectativas de crecimiento a largo plazo (para 2015) se sitúan en el 1,8%, sin cambios con respecto a la encuesta anterior, en línea con las previsiones del Barómetro de la Zona del Euro (para 2014) y 0,1 puntos porcentuales por encima de las de Consensus Economics (para 2015). Las distribuciones de probabilidad individuales muestran que los encuestados consideran que los riesgos para estas previsiones apuntan a la baja.

Expectativas para la tasa de desempleo en la zona del euro

Las expectativas respecto a la tasa de desempleo se mantienen estables en el 10,1% para 2010 y se han revisado a la baja en 0,2 puntos porcentuales para 2011 y 2012, hasta el 10% y el 9,6%, respectivamente. Los encuestados consideran que los riesgos para las expectativas a corto y medio plazo apuntan al alza. Las expectativas a más largo plazo respecto a la tasa de desempleo (para 2015) se han revisado ligeramente a la baja, en 0,1 puntos porcentuales, hasta el 8,3%, y los riesgos para las perspectivas a largo plazo apuntan nuevamente al alza.

Otras variables y supuestos condicionantes

Según otros datos facilitados por los encuestados, estos esperan en general que i) los precios del petróleo suban desde 80 dólares en el cuarto trimestre de 2010 hasta cerca de 88 dólares en 2012; ii) la tasa media de crecimiento interanual de los salarios se sitúe en el 1,5% en 2010 y aumente al 1,6% en 2011, al 1,8% en 2012 y al 2,4% en 2015; iii) el euro se deprecie frente al dólar, para situarse, en promedio, en 1,34 dólares en 2011 y 1,32 dólares en 2012; iv) el tipo de interés oficial del BCE permanezca estable en torno al 1% hasta el segundo trimestre de 2011 y se eleve, hasta situarse en promedio alrededor del 1,8%, en 2012.

4 PRODUCTO, DEMANDA Y MERCADO DE TRABAJO

La actividad económica de la zona del euro ha venido registrando una expansión desde mediados de 2009, y se ha observado un fuerte crecimiento, del 1% en tasa intertrimestral, en el segundo trimestre de 2010. Los últimos datos económicos y la información proveniente de las encuestas de opinión confirman, en general, el mantenimiento del positivo dinamismo subyacente de la recuperación.

Se prevé que el PIB real de la zona del euro siga creciendo en el segundo semestre del año y que continúe la recuperación a escala mundial. Esto último tendría un efecto favorable y persistente sobre la demanda de exportaciones de la zona del euro. Al mismo tiempo, la demanda interna del sector privado debería contribuir al crecimiento, respaldada por la orientación acomodaticia de la política monetaria y por las medidas adoptadas para restablecer el funcionamiento del sistema financiero. Sin embargo, se prevé que el proceso de ajuste de los balances llevado a cabo en varios sectores modere el ritmo de la recuperación. Los riesgos para las perspectivas económicas siguen tendiendo ligeramente a la baja, aunque se mantiene la incertidumbre.

4.1 PIB REAL Y COMPONENTES DE LA DEMANDA

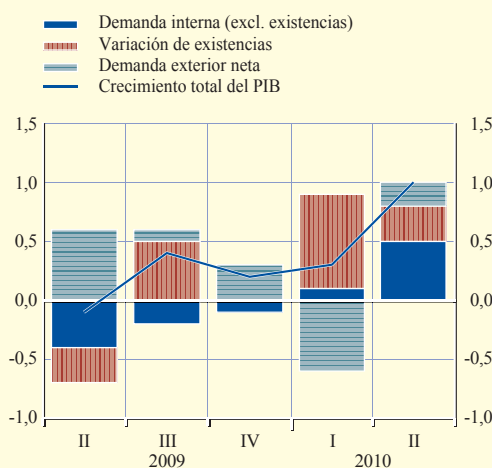
No se dispone de datos nuevos sobre el crecimiento del PIB desde la publicación del Boletín Mensual correspondiente a octubre. Según la segunda estimación de Eurostat, el PIB real de la zona del euro registró un avance del 1% en el segundo trimestre de 2010, frente al incremento del 0,3% observado en el mes anterior (véase gráfico 26). Los indicadores disponibles apuntan a una recuperación sostenida en el tercer trimestre de 2010, aunque con tasas de crecimiento más moderadas que en el segundo trimestre.

En el segundo trimestre de 2010, la demanda interna contribuyó significativamente al crecimiento del PIB real, con tasas positivas de crecimiento del consumo público y privado, así como de la inversión. Las contribuciones de la variación de existencias y de la demanda exterior neta también fueron positivas, registrando un fuerte aumento tanto las importaciones como las exportaciones.

En lo que se refiere a los componentes de la demanda interna, el consumo privado creció un 0,2% en el segundo trimestre de 2010, la misma tasa que en los dos trimestres anteriores. Si bien el adelanto de las compras antes de que se produjera la subida del IVA en un Estado miembro a principios del tercer trimestre tuvo un efecto positivo sobre los resultados del segundo trimestre, posteriormente su impacto sobre el crecimiento del consumo será adverso. Los indicadores disponibles avalan la idea de que el gasto en consumo seguirá siendo débil en el tercer trimestre de 2010. Los datos relativos a las ventas del comercio al por menor en julio y en agosto, así como los datos procedentes de las encuestas de opinión, sugieren que, probablemente, la tasa de crecimiento intertrimestral de esta variable en el tercer trimestre será más elevada que la tasa del 0,1% observada en el segundo trimestre (véase gráfico 27). Si se incluyen las matriculaciones de automóviles, la tasa de crecimiento será menor, pues las matriculaciones

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.

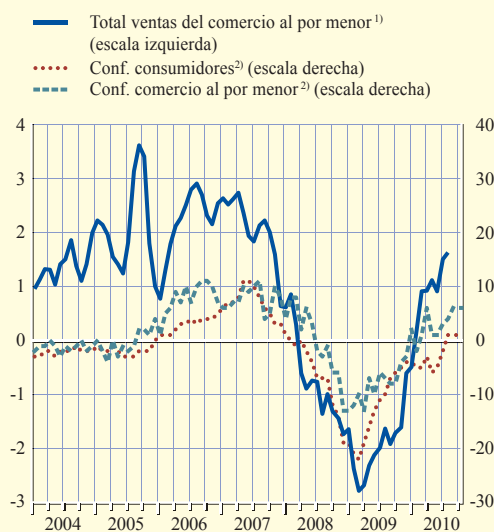
se redujeron ligeramente en el tercer trimestre. En resumen, los últimos indicadores de consumo apuntan al mantenimiento de un débil crecimiento del consumo privado en el tercer trimestre de 2010. Por lo que respecta al cuarto trimestre del año, solo se dispone de información limitada. Las encuestas relativas al consumo proporcionan señales contradictorias. El indicador de confianza de los consumidores de la Comisión Europea no se modificó en octubre y se mantiene ligeramente por encima de su media a largo plazo. Sin embargo, el indicador de compras de bienes duraderos, que tampoco registró cambios en octubre, sigue situándose en niveles excepcionalmente reducidos. Los indicadores de opinión relativos a las ventas del comercio al por menor en octubre también muestran señales contradictorias. El índice de directores de compras siguió descendiendo, y se mantuvo por debajo de 50, mientras que el indicador de la Comisión Europea no experimentó ninguna variación.

La formación bruta de capital fijo se incrementó de forma acusada en el segundo trimestre de 2010, en un 1,5% en tasa intertrimestral, tras un descenso del 0,3% en el trimestre anterior. Tanto la inversión en construcción como la inversión, excluida la construcción, aumentaron notablemente, siendo algo más pronunciado el crecimiento de esta última variable.

Se espera que la inversión sea menos dinámica en el tercer trimestre que en el segundo, a causa de factores de carácter transitorio. En primer lugar, los efectos que tuvieron las adversas condiciones meteorológicas sobre la inversión en construcción en el primer trimestre se vieron contrarrestados en gran medida en el segundo trimestre. En segundo lugar, el hecho de que algunos de los incentivos públicos a la inversión desaparecieran en el tercer trimestre puede haber tenido un impacto adverso sobre la inversión, excluida la construcción, en ese trimestre. Según los indicadores disponibles de la inversión en la zona del euro en el tercer trimestre de 2010, la producción de la construcción se redujo en julio y en agosto. En agosto se situó más de un 2% por debajo del nivel registrado en el segundo trimestre de 2010, cuando se observó un alza de aproximadamente un 2%, en tasa intertrimestral. La producción industrial de bienes de equipo, un indicador de la inversión futura, excluida la construcción, volvió a elevarse en julio y en agosto. Suponiendo un crecimiento nulo en septiembre, la tasa intertrimestral correspondiente al tercer trimestre sería del 3%. La confianza industrial siguió mostrando señales positivas en octubre. Además, según las encuestas de la Comisión Europea, la utilización de la capacidad productiva siguió aumentando en octubre, en relación con julio. El número de encuestados que informan de una demanda insuficiente como factor que limita la producción continuó disminuyendo de manera apreciable, mientras que las restricciones de oferta derivadas de falta de equipo o de espacio y de escasez de mano de obra tuvieron una mayor influencia. En general se espera que la inversión mantenga su senda de recuperación, aunque, probablemente, a un ritmo más lento que en el segundo trimestre.

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.

Por lo que respecta al comercio, tanto las importaciones como las exportaciones mantuvieron su fortaleza en el segundo trimestre de 2010, aunque el aumento ligeramente más acusado de las exportaciones dio lugar a que la contribución de la demanda exterior neta al crecimiento del PIB fuera positiva. Los últimos datos publicados y las encuestas recientes indican que el comercio de la zona del euro ha seguido creciendo de forma vigorosa más allá del segundo trimestre de 2010, aunque a un menor ritmo, en consonancia con una demanda mundial menos dinámica.

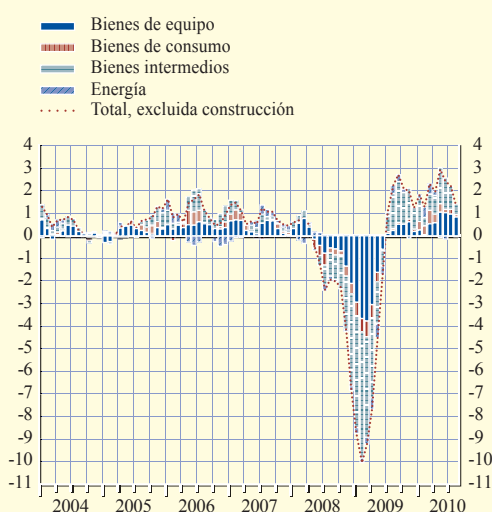
Las existencias realizaron una contribución positiva al crecimiento del PIB en el segundo trimestre de 2010. De cara al futuro, las encuestas y la evidencia anecdótica sugieren que la reposición de existencias podría ralentizarse. Sin embargo, la contribución de las existencias al crecimiento del PIB en el tercer trimestre sigue estando rodeada de una incertidumbre muy elevada, pues depende de la rapidez con la que la demanda se haya recuperado y de hasta qué punto las empresas hayan revisado sus expectativas relativas a la actividad económica. Además, existe cierta incertidumbre estadística en torno a la manera en que se estiman las existencias.

4.2 PRODUCTO, OFERTA Y MERCADO DE TRABAJO

Como se informaba en el Boletín Mensual anterior, el valor añadido real se incrementó un 0,8%, en tasa intertrimestral, en el segundo trimestre de 2010, tras un avance del 0,6% en el trimestre precedente. La actividad en la industria y en los servicios contribuyó por igual a la tasa de variación intertrimestral del valor añadido.

Gráfico 28 Crecimiento de la producción industrial y contribuciones

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

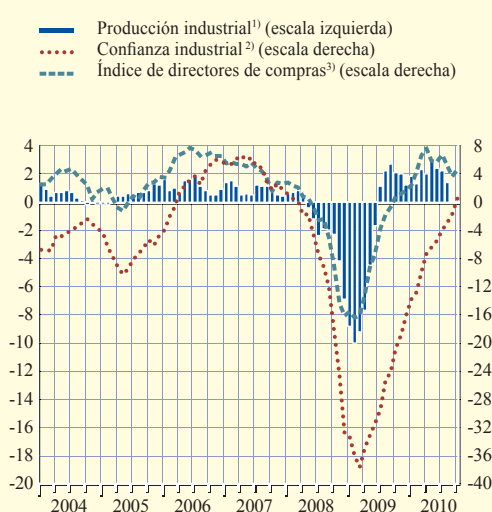


Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

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.

En lo que se refiere a la evolución en el tercer trimestre de 2010, la producción industrial (excluida la construcción) registró un aumento en julio y en agosto, pero a tasas más reducidas que en el segundo trimestre (véase gráfico 28). Su nivel actual sugiere que la tasa de variación intertrimestral correspondiente al tercer trimestre fue positiva, pero inferior a la elevada cifra del 2,6% que se observó en el segundo trimestre de 2010. Los nuevos pedidos industriales (excluido el material de transporte pesado) se redujeron en julio, pero aumentaron en agosto. Suponiendo un crecimiento nulo en septiembre, la tasa de crecimiento se situaría alrededor del 5% en el tercer trimestre, tasa aún muy elevada, pero algo más baja que la extraordinaria tasa observada en el segundo trimestre.

La información procedente de las encuestas apunta a que continuará la expansión de la actividad económica en el tercer trimestre de 2010 y en octubre, aunque con tasas de crecimiento más bajas que en el segundo trimestre. El índice de directores de compras de las manufacturas descendió en el tercer trimestre en comparación con el segundo, pero volvió a aumentar en octubre. En ese mes se situó en un nivel de 54,6, lo que indica una desaceleración del crecimiento de la actividad en este sector, aunque continuó siendo positivo (véase gráfico 29). En lo que se refiere a la rama de servicios, el índice de directores de compras de la actividad comercial disminuyó en el tercer trimestre y siguió descendiendo en octubre, manteniéndose en un nivel de 53,2, lo que confirma que la actividad ha seguido expandiéndose en ese sector, aunque a un ritmo más moderado que en el segundo trimestre de 2010. Otras encuestas de opinión, como las de la Comisión Europea, también sugieren que la economía está creciendo, aunque a un ritmo más lento que en el segundo trimestre del año.

MERCADO DE TRABAJO

La situación de los mercados de trabajo de la zona del euro ha seguido estabilizándose en los últimos meses. No se dispone de nuevos datos de empleo desde la publicación del Boletín Mensual correspondiente a octubre. En el segundo trimestre de 2010, el empleo de la zona del euro no experimentó variaciones en términos intertrimestrales, una apreciable mejora con respecto a las acusadas caídas del empleo observadas anteriormente. Las horas trabajadas, que se redujeron de forma aún más acusada que las cifras de empleo durante la recesión, empezaron a subir nuevamente en el segundo trimestre de 2010.

Cuadro 6 Crecimiento del empleo

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

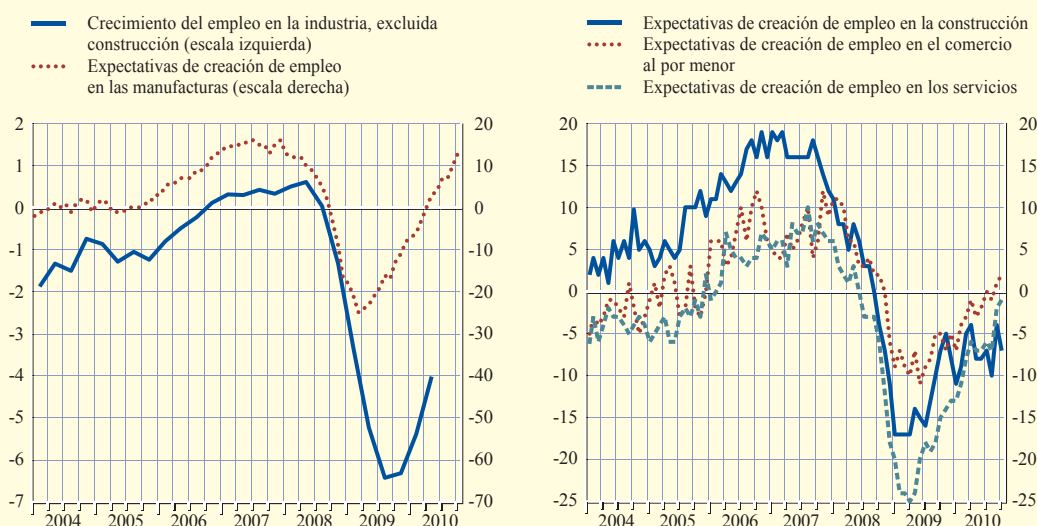
	Tasas interanuales		Tasas intertrimestrales				
	2008	2009	2009 II	2009 III	2009 IV	2010 I	2010 II
Total de la economía	0,8	-1,9	-0,6	-0,5	-0,2	0,0	0,0
<i>Del cual:</i>							
Agricultura y pesca	-1,8	-2,5	-1,1	-1,0	0,5	0,2	-0,9
Industria	-0,7	-5,7	-1,8	-1,6	-1,0	-0,9	-0,4
Excluida la construcción	0,0	-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)



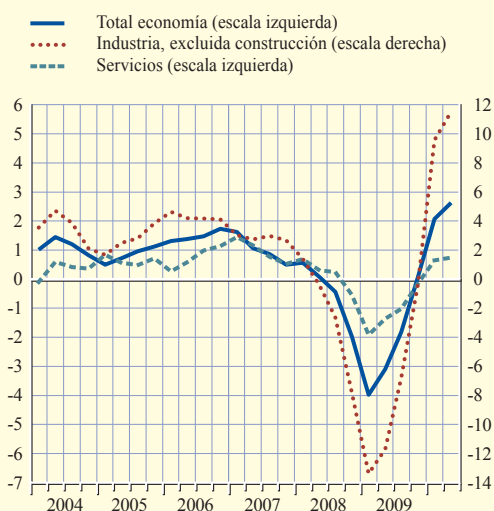
Fuentes: Eurostat y encuestas de opinión de la Comisión Europea.

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.

Desde la perspectiva sectorial, el empleo en el segundo trimestre aumentó en dos subsectores, los servicios financieros y empresariales y la administración pública, mientras que disminuyó en todos los demás (véase cuadro 6 y gráfico 30). Sin embargo, las horas trabajadas se recuperaron en todos los sectores.

Gráfico 31 Productividad del trabajo

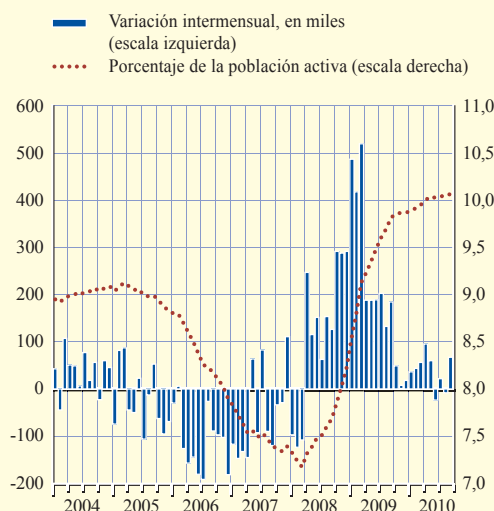
(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Gráfico 32 Desempleo

(datos mensuales desestacionalizados)



Fuente: Eurostat.

res, salvo en la agricultura y en la pesca. Dado que gran parte del descenso observado en el total de horas trabajadas en 2009 se produjo a través de reducciones de las cuentas de horas de los trabajadores en lugar de a través del empleo, hasta el momento la recuperación ha tenido un efecto más positivo en términos de horas trabajadas.

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 un repunte de la productividad. En términos interanuales, la productividad agregada de la zona del euro (medida como producto por empleado) siguió aumentando en el segundo trimestre de 2010, hasta situarse en el 2,6%, en tasa interanual, frente al 2,1% del trimestre anterior (véase gráfico 31). La productividad por hora trabajada también continuó creciendo, hasta el 1,8%, en el segundo trimestre. En gran medida, este aumento es atribuible a la industria (excluida la construcción), junto con una variación menos negativa de la productividad en la construcción. La productividad se incrementó de manera más gradual en la rama de servicios.

La tasa de paro de la zona del euro se situó en el 10,1% en septiembre, un leve incremento en relación con el mes anterior, después de que los datos de agosto se revisaran ligeramente a la baja. La tasa de paro para el tercer trimestre de 2010 en su conjunto fue del 10%, sin cambios con respecto a la del segundo trimestre (véase gráfico 32). De cara al futuro, los indicadores de opinión mejoraron en el tercer trimestre de 2010 y siguieron haciéndolo octubre, lo que indica una nueva estabilización del desempleo de la zona del euro en los próximos meses. Este hecho es acorde también con la revisión a la baja de la tasa de paro esperada para 2011 en la encuesta a expertos en previsión económica (véase recuadro 6 en la sección 3).

4.3 PERSPECTIVA DE LA ACTIVIDAD ECONÓMICA

De cara al futuro, las últimas encuestas y estimaciones estadísticas confirman el mantenimiento de la positiva dinámica subyacente de la recuperación en la zona del euro. Se espera que la recuperación a escala mundial continúe, lo que tendría un efecto favorable y persistente sobre la demanda de exportaciones de la zona del euro. Al mismo tiempo, la demanda interna del sector privado debería contribuir al crecimiento, respaldada por la orientación acomodaticia de la política monetaria y por las medidas adoptadas para restablecer el funcionamiento del sistema financiero. Sin embargo, se prevé que el proceso de ajuste de los balances llevado a cabo en varios sectores modere el ritmo de la recuperación.

Se considera que los riesgos para las perspectivas económicas siguen tendiendo ligeramente a la baja, aunque se mantiene la incertidumbre. Por una parte, el comercio mundial podría recuperarse con más intensidad de lo previsto, respaldando con ello las exportaciones de la zona del euro. Por otra parte, sigue preocupando que se reactiven las tensiones en los mercados financieros. Además, las nuevas subidas de los precios del petróleo y de otras materias primas y la intensificación de las presiones proteccionistas, así como la posibilidad de que se produzca una corrección desordenada de los desequilibrios mundiales, podrían influir negativamente.

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

5.1 TIPOS DE CAMBIO

En el período de tres meses transcurrido hasta el 3 de noviembre de 2010, el euro se apreció un 3,2%, en términos efectivos nominales. La apreciación del euro fue generalizada frente a todas las principales monedas.

TIPO DE CAMBIO EFECTIVO DEL EURO

El 3 de noviembre 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 3,2% por encima del nivel registrado a finales de julio de 2010, pero un 4,8% por debajo de la media de 2009 (véase gráfico 33). La apreciación del euro fue generalizada frente a todas las principales monedas y vino acompañada de un aumento de la volatilidad implícita de los tipos de cambio bilaterales del euro frente a las otras principales monedas, con la excepción del yen japonés.

DÓLAR ESTADOUNIDENSE/EURO

En el período de tres meses transcurrido hasta el 3 de noviembre de 2010, el euro se apreció frente al dólar estadounidense, cotizando en esa fecha a 1,40 dólares, un 7,6% por encima del nivel observado a finales de julio y un 0,5% por encima de la media de 2009. Esta apreciación estuvo determinada, principalmente, por las expectativas de los mercados respecto al curso que seguirían en el futuro la política monetaria y la política fiscal de Estados Unidos, así como por la evolución económica a corto plazo de la zona del euro en relación con Estados Unidos.

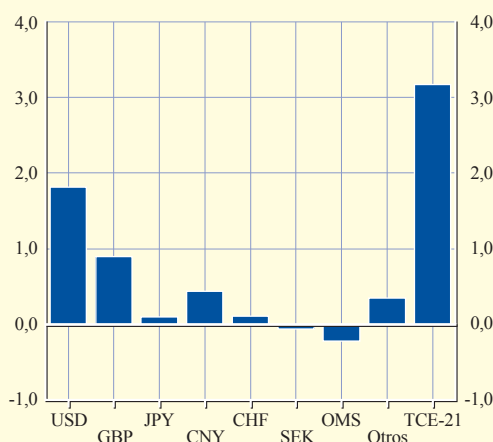
Gráfico 33 Tipo de cambio efectivo del euro (TCE-21) y sus componentes¹⁾

(datos diarios)

Índice: I 1999 = 100



Contribuciones a las variaciones del TCE-21²⁾
Del 30 de julio de 2010 al 3 de noviembre de 2010
(en puntos porcentuales)



Fuente: BCE.

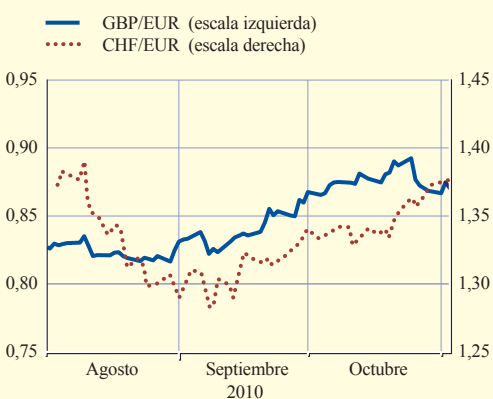
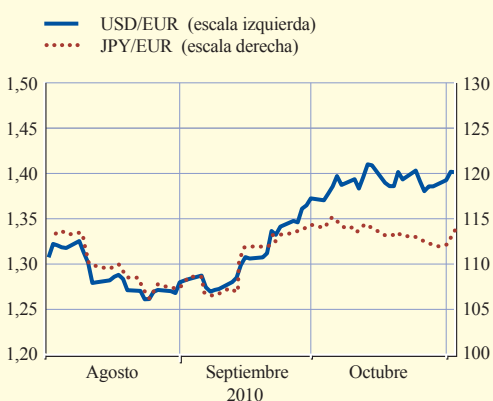
1) Un aumento del índice supone una apreciación del euro frente a las monedas de los 21 socios comerciales más importantes de la zona del euro (incluidos todos los Estados miembros de la UE que no pertenecen a la zona del euro).

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.

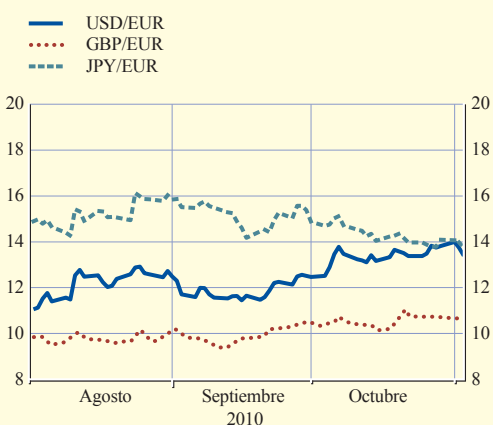
Gráfico 34 Evolución de los tipos de cambio y volatilidades implícitas

(datos diarios)

Tipos de cambio



Volatilidades implícitas del tipo de cambio (a tres meses)

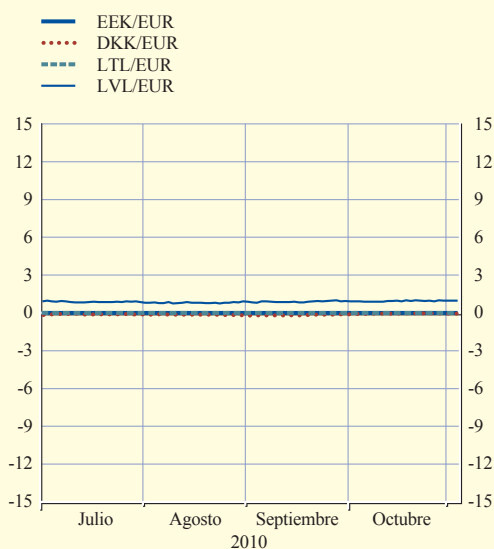


Fuentes: Bloomberg y BCE.

mismo tiempo, el lats letón siguió situándose en la zona débil de la banda de fluctuación de $\pm 1\%$ establecida unilateralmente.

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

A comienzos de noviembre, el euro se apreció ligeramente frente al yen japonés con respecto al nivel observado tres meses antes. El 3 de noviembre de 2010, la moneda única cotizaba a 113,7 yenes, un 0,9% por encima del nivel de finales de julio, pero todavía un 12,8% por debajo de la media de 2009. Durante el mismo período de tres meses, la volatilidad implícita del tipo de cambio entre estas dos monedas 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 el período de tres meses transcurrido hasta el 3 de noviembre 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

Por lo que respecta a las monedas de los Estados miembros de la UE que no participan en el MTC II, el euro se apreció un 4,2% frente a la libra esterlina en el período de tres meses transcurrido hasta el 3 de noviembre de 2010, cotizando en esa fecha a 0,87 libras por euro. Durante el mismo período, el euro se depreció frente a las monedas de los tres países de Europa central: un 1,1% frente a la corona checa, un 4,8% frente al forint húngaro y un 1,9% frente al zloty polaco.

OTRAS MONEDAS

El euro se apreció ligeramente frente al franco suizo en los tres meses transcurridos hasta comienzos de noviembre. El 3 de noviembre de 2010, cotizaba a 1,38 francos suizos, es decir, un 1,6% por encima del nivel de finales de julio. Durante el mismo período, el euro se apreció frente al renminbi chino y frente al dólar de Hong Kong, siguiendo una evolución bastante 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, aunque a un ritmo más lento, en los tres meses transcurridos hasta agosto de 2010. En agosto, el déficit por cuenta corriente de la zona del euro, acumulado de doce meses, se redujo notablemente, hasta 41,2 mm de euros (alrededor del 0,5% del PIB de la zona del euro), en comparación con un año antes. En la cuenta financiera, las entradas netas del agregado de inversiones directas y de cartera descendieron de nuevo, hasta un total acumulado de 84,1 mm de euros, en el año transcurrido hasta agosto.

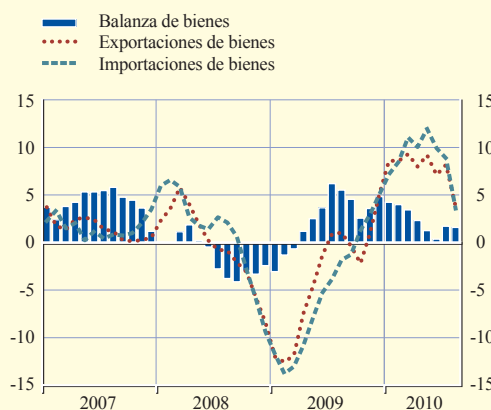
COMERCIO Y BALANZA POR CUENTA CORRIENTE

El comercio de bienes con países no pertenecientes a la zona del euro aumentó de nuevo en agosto de 2010, aunque a una tasa de crecimiento más baja en comparación con la del primer semestre del año. Los datos de la balanza de pagos indican que las exportaciones de bienes a países de fuera de la zona del euro aumentaron, en términos nominales, un 3,8% en el período de tres meses transcurrido hasta agosto de 2010, frente al 9,2% registrado en el período de tres meses anterior, hasta mayo de 2010 (véanse gráfico 36 y cuadro 7).

La moderación del crecimiento de las exportaciones a esos países puede explicarse por la desaceleración en curso de la actividad económica mundial y por la gradual desaparición de factores transitorios, como las políticas de estímulo fiscal y el ciclo de existencias. Al mismo tiempo, las exportaciones de la zona del euro se han visto favorecidas por ciertos aumentos de la competitividad en términos de precios como consecuencia de la depreciación del euro hasta finales de agosto de 2010. La desagregación geográfica de las exportaciones de la zona del euro por principales socios comerciales indica que el reciente aumento es atribuible, principalmente, a Asia, la OPEP y Estados Unidos

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

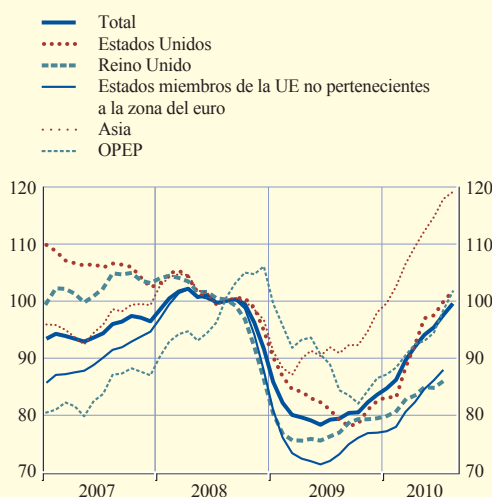
(tasas de variación intertrimestral; para la balanza de bienes, mm de euros y medias móviles de tres meses; datos mensuales desestacionalizados y ajustados por días laborables)



Fuente: BCE.

Gráfico 37 Exportaciones nominales a algunos socios comerciales no pertenecientes a la zona del euro

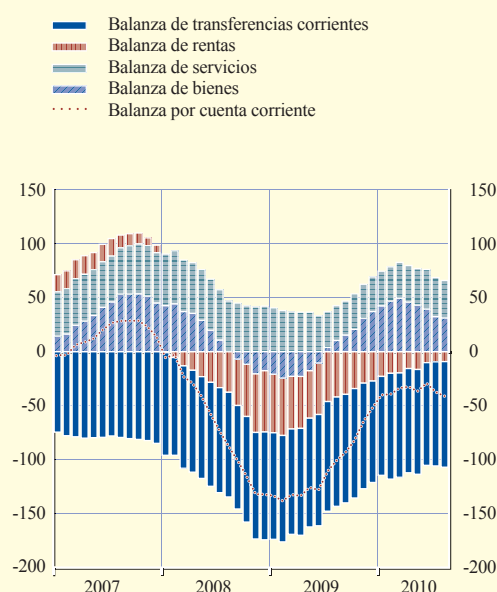
(índices: III 2008 = 100; datos desestacionalizados; medias móviles de tres meses)



Fuentes: Eursotat y cálculos del BCE.
Notas: Las observaciones más recientes corresponden a agosto de 2010, salvo en el caso de los Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro y Reino Unido (julio de 2010). El agregado «Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro» no incluye Dinamarca, Suecia ni el Reino Unido.

Gráfico 38 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.

(véase gráfico 37), mientras que la contribución del Reino Unido y de otros Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro fue más moderada.

Por lo que se refiere a las importaciones de bienes provenientes de fuera de la zona del euro, la tasa de crecimiento descendió, en términos nominales, hasta el 3,6% en los tres meses transcurridos hasta agosto de 2010, frente al 11,9% del período de tres meses anterior, transcurrido hasta mayo. En conjunto, el crecimiento reciente, en términos nominales, de las importaciones de la zona del euro, es atribuible, principalmente, al incremento de los precios de importación, como consecuencia de la subida de los precios de las materias primas y de la depreciación de los tipos de cambio.

El crecimiento del comercio de servicios con países no pertenecientes a la zona del euro se moderó en el período de tres meses transcurrido hasta agosto de 2010. Las exportaciones de servicios aumentaron, en términos nominales, a una tasa del 0,3%, es decir, 4,5 puntos porcentuales por debajo de la tasa registrada en el período de tres meses anterior. Las importaciones nominales de servicios crecieron a una tasa intertrimestral del 3,4%, frente al 5,1% observado en el período de tres meses anterior (véase cuadro 7).

En el año transcurrido hasta agosto, el déficit por cuenta corriente acumulado de doce meses se redujo significativamente (véanse gráfico 38 y cuadro 7), hasta 41,2 mm de euros (alrededor del 0,5% del PIB) en comparación con los 100,8 mm de euros registrados en el mismo período un año antes. Dado que las importaciones crecieron a un ritmo ligeramente más lento que las exportaciones en el período de tres

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 Jul	2010 Ago	2009 Nov	2010 Feb	2010 May	2010 Ago	2009 Ago	2010 Ago
<i>mm de euros</i>								
Cuenta corriente	-4,1	-7,5	-3,0	-1,0	-4,0	-5,8	-100,8	-41,2
Bienes	2,9	0,9	3,6	4,0	1,2	1,6	10,3	31,2
Exportaciones	133,3	130,1	107,6	116,8	127,5	132,4	1.346,7	1.452,8
Importaciones	130,4	129,2	104,0	112,8	126,3	130,8	1.336,4	1.421,6
Servicios	2,4	1,5	2,0	3,5	3,6	2,4	32,2	34,6
Exportaciones	41,6	40,9	38,6	40,1	42,0	42,1	483,5	488,5
Importaciones	39,2	39,4	36,6	36,6	38,4	39,7	451,3	453,9
Rentas	-1,4	-1,3	-1,6	0,2	-1,0	-0,8	-42,1	-9,3
Transferencias corrientes	-8,1	-8,5	-7,1	-8,7	-7,9	-8,9	-101,1	-97,8
Cuenta financiera¹⁾	4,8	10,3	4,7	-0,2	13,9	6,7	84,6	75,4
Total inversiones directas y de cartera netas	-17,5	-0,8	9,3	15,3	15,5	-12,1	249,0	84,1
Inversiones directas netas	-0,6	-11,0	-10,5	0,3	-19,5	-7,5	-154,3	-111,9
Inversiones de cartera netas	-17,0	10,2	19,8	15,0	35,0	-4,6	403,3	196,0
Acciones y participaciones	6,7	21,7	-16,4	8,9	-9,4	15,9	-0,1	-3,0
Valores distintos de acciones	-23,6	-11,4	36,2	6,2	44,4	-20,5	403,4	199,0
Bonos y obligaciones	-34,5	-22,5	11,8	3,0	30,3	-19,3	137,4	77,5
Instrumentos del mercado monetario	10,9	11,1	24,4	3,2	14,1	-1,2	266,0	121,5
Otras inversiones netas	24,5	8,7	-7,9	-18,0	-0,5	-7,9	-179,3	-30,8
<i>variaciones porcentuales sobre el período anterior</i>								
Bienes y servicios								
Exportaciones	-1,5	-2,2	1,0	7,3	8,1	2,9	-13,0	6,1
Importaciones	-2,1	-0,5	2,6	6,2	10,3	3,5	-13,0	4,9
Bienes								
Exportaciones	-0,3	-2,4	1,0	8,6	9,2	3,8	-15,4	7,9
Importaciones	-1,8	-0,9	2,9	8,5	11,9	3,6	-16,0	6,4
Servicios								
Exportaciones	-5,2	-1,6	1,1	3,8	4,8	0,3	-5,4	1,0
Importaciones	-3,3	0,6	1,6	-0,2	5,1	3,4	-2,9	0,6

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.

meses transcurrido hasta agosto, el superávit comercial en concepto de bienes y servicios mejoró aún más en comparación con las cifras registradas un año antes (véase cuadro 7). Esta mejora, sumada al descenso de los déficits de las balanzas de rentas y transferencias corrientes, contribuyó a la reducción del déficit por cuenta corriente.

De cara al futuro, se espera que las exportaciones de bienes a países no pertenecientes a la zona del euro sigan creciendo en el corto plazo, como sugieren las encuestas y los indicadores de corto plazo disponibles. No obstante, dado que la economía mundial ha venido experimentando una desaceleración, la recuperación del comercio internacional podría ser más débil. Con todo, el índice PMI de nuevos pedidos exteriores del sector manufacturero de la zona del euro, disponible hasta octubre de 2010, se mantiene muy por encima del umbral de 50, que separa la expansión de la contracción. Aunque el índice aumentó en octubre, la desaceleración del ritmo de recuperación del comercio ha continuado hasta el segundo semestre del año.

CUENTA FINANCIERA

En el período de tres meses transcurrido hasta agosto de 2010, el agregado de inversiones directas y de cartera registró, en promedio, salidas netas mensuales por importe de 12,1 mm de euros, frente a las

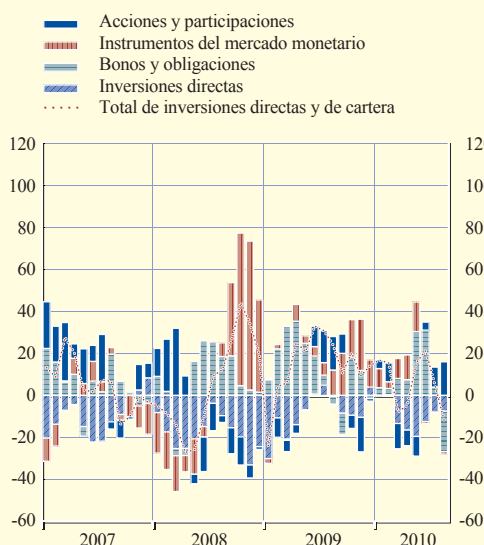
entradas netas de 15,5 mm de euros contabilizadas en el período de tres meses anterior (véanse gráfico 39 y cuadro 7). Esta evolución tuvo su origen en un cambio de signo de las inversiones de cartera netas, que pasaron de registrar entradas netas a contabilizar salidas netas. Por lo que respecta a las inversiones directas, las salidas netas fueron menores en los tres meses transcurridos hasta agosto que en el período de tres meses anterior.

En el período de tres meses transcurrido hasta agosto, el descenso de las salidas netas de inversiones directas refleja una moderación de las inversiones en el exterior a través de préstamos entre empresas relacionadas, realizadas por residentes en la zona del euro a sus filiales extranjeras. El cambio de signo, de entradas netas a salidas netas en las inversiones de cartera oculta dos efectos de signo contrario en el mercado de valores de renta variable y de renta fija. La evolución del mercado de renta fija indica un cambio de signo en las inversiones en bonos y obligaciones e instrumentos del mercado monetario de la zona del euro, que pasaron de registrar entradas netas a contabilizar salidas netas en el período de tres meses transcurrido hasta agosto. No obstante, la evolución de los bonos y obligaciones podría indicar una normalización de las inversiones de no residentes en este tipo de valores de la zona del euro, tras los fuertes incrementos registrados en los meses anteriores en respuesta a las tensiones en los mercados financieros. Por lo que respecta a la inversión en instrumentos del mercado monetario, se produjo un cambio de signo, a salidas netas, como resultado del aumento de las inversiones realizadas en el exterior por residentes de la zona del euro. Por el contrario, la inversión en acciones y participaciones registró un cambio de signo, a entradas netas, como consecuencia del incremento de las inversiones realizadas por no residentes en la zona del euro. Este cambio podría reflejar una mejora de las expectativas respecto a los beneficios de las empresas de la zona.

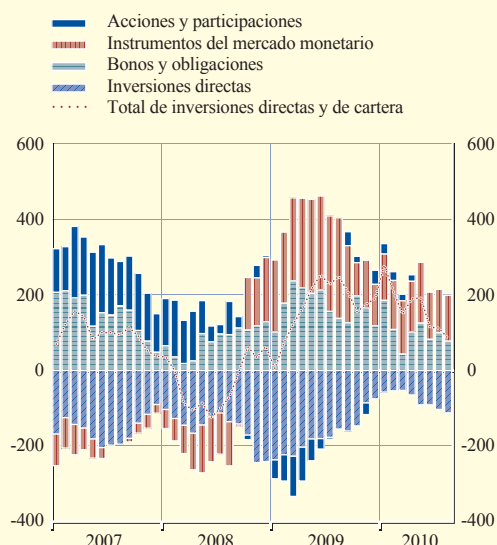
Por lo que se refiere a la evolución a más largo plazo, las entradas netas del agregado de inversiones directas y de cartera se redujeron hasta 84,1 mm de euros en el período de doce meses transcurrido

Gráfico 39 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.

hasta agosto de 2010, frente a los 249 mm de euros contabilizados en el mismo período un año antes; este descenso estuvo determinado, principalmente, por la caída de las entradas netas de inversiones de cartera (véase cuadro 7). La desagregación por instrumentos indica que esta caída de las entradas netas tuvo su origen, fundamentalmente, en nuevos descensos de las entradas netas de valores distintos de acciones y, en particular, de una reducción de las inversiones de no residentes en instrumentos del mercado monetario de la zona del euro.