

EVOLUCIÓN ECONÓMICA Y MONETARIA

I ENTORNO EXTERIOR DE LA ZONA DEL EURO

La actividad económica mundial sigue recuperándose, aunque a un ritmo desigual. Al mismo tiempo, se observa que la recuperación es más lenta que en los seis primeros meses del año, a medida que se desvanece el impacto de algunos factores que la propiciaron, como el ciclo de existencias y los estímulos fiscales. En las economías avanzadas, el ritmo de crecimiento ha sido más moderado, mientras que en las economías emergentes sigue siendo robusto, pese a que se ha atenuado recientemente. A pesar del ligero repunte observado en los últimos meses, las presiones inflacionistas continúan siendo más bien moderadas en las economías avanzadas, lo que contrasta con algunas economías emergentes en las que persisten presiones inflacionistas más intensas.

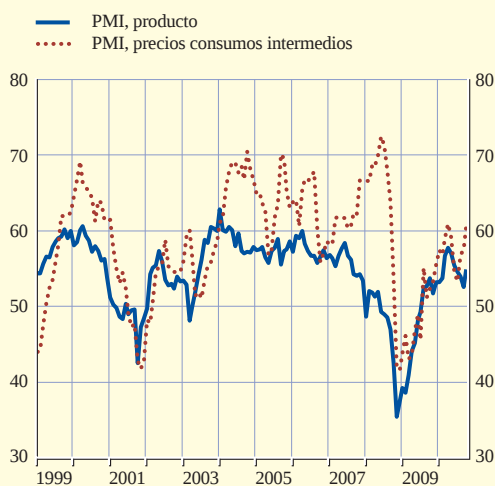
I.1 EVOLUCIÓN DE LA ECONOMÍA MUNDIAL

La actividad económica mundial sigue recuperándose, aunque a un ritmo desigual y se observa una pérdida de impulso en comparación con los seis primeros meses del año, a medida que se desvanece el impacto de algunos factores que propiciaron la recuperación, como el ciclo de existencias y los estímulos fiscales. En las economías avanzadas, la necesidad de sanear los balances, las débiles perspectivas de los mercados de trabajo y los bajos niveles de confianza de los consumidores han contribuido a atenuar la recuperación. Por el contrario, el crecimiento en las economías emergentes sigue siendo dinámico, aunque se ha moderado en los últimos meses.

La evidencia más reciente, procedente de las encuestas de opinión, confirma que la recuperación económica ha continuado a un ritmo más moderado en el segundo semestre de este año. El índice PMI global de producción de manufacturas y servicios se redujo constantemente en los cinco meses transcurridos hasta octubre, para aumentar, en ese mes, hasta 54,8. El índice se mantiene por encima de la media de largo plazo, pero se sitúa por debajo de la media registrada en el primer semestre de 2010 (véase gráfico 1).

Gráfico 1 Índice de directores de compras mundial (PMI)

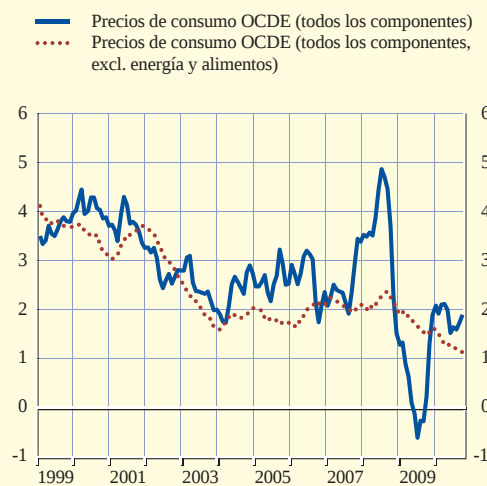
(datos mensuales; manufacturas y servicios; índices de difusión)



Fuente: Markit.

Gráfico 2 Evolución internacional de los precios

(datos mensuales; tasas de variación interanual)



Fuente: OCDE.

En las economías avanzadas, las presiones inflacionistas siguen siendo más bien moderadas, pese a que las tasas de inflación han repuntado ligeramente en los últimos meses. Sin embargo, en algunas economías emergentes persisten presiones inflacionistas más intensas. En los países de la OCDE, la inflación general aumentó, en tasa interanual, un 1,9% en el año transcurrido hasta octubre de 2010, frente a un 1,7% en el año transcurrido hasta septiembre (véase gráfico 2). A este aumento contribuyó la subida de los precios de la energía y los alimentos. La inflación interanual, excluidos estos dos componentes, se situó en el 1,1% en octubre, ligeramente por debajo del 1,2% registrado en septiembre. Como indica el índice PMI global de precios de los bienes intermedios, los precios de compra han aumentado en los últimos meses, pero se mantienen por debajo de los niveles observados antes de la crisis.

Tras una fuerte recuperación entre el tercer trimestre de 2009 y el segundo trimestre de 2010, el crecimiento del comercio mundial también muestra señales de moderación. Los datos más recientes indican un crecimiento del 0,9%, en tasa intertrimestral, en el tercer trimestre de 2010, frente al 3,2% registrado en el segundo trimestre.

ESTADOS UNIDOS

En Estados Unidos, el ritmo de la recuperación económica, registró una desaceleración en el segundo trimestre de 2010, para estabilizarse de nuevo en el tercer trimestre. La segunda estimación de la Oficina de Análisis Económico indica que el crecimiento intertrimestral del PIB real fue del 0,6% en el tercer trimestre (2,5% en tasa anualizada). El crecimiento se vio favorecido por la inversión empresarial y el gasto público, pero al mismo tiempo, se vio afectado por la fuerte contribución negativa de la demanda exterior neta como resultado del mayor crecimiento de las importaciones con respecto a las exportaciones. Los datos publicados recientemente presentan un panorama algo heterogéneo. Mientras que crece el gasto en consumo, el crecimiento de la producción industrial ha seguido siendo débil en los últimos meses, de lo que se deduce que, en conjunto, en el cuarto trimestre de 2010 se ha producido una expansión sostenida aunque moderada del PIB real. De cara al futuro, los indicadores procedentes de las encuestas sugieren una mejora gradual de la actividad económica, pero, en general, se prevé que la recuperación siga siendo moderada a medio plazo. Los bajos niveles de confianza de los consumidores y la necesidad de nuevos ajustes de los balances de los hogares podrían, en adelante, limitar la recuperación, y las perspectivas respecto al mercado de trabajo apuntan solo a una mejora gradual. Al mismo tiempo, el exceso de oferta y la debilidad de la demanda están frenando la recuperación del mercado de la vivienda.

Por lo que respecta a la evolución de los precios, la inflación interanual medida por el IPC se ha mantenido en un nivel reducido en los últimos meses, al tiempo que se ha registrado una nueva desaceleración de la inflación subyacente. La inflación general aumentó, en tasa interanual, hasta el 1,2% en octubre de 2010, desde el 1,1% observado en septiembre. Al igual que en meses anteriores, el principal factor determinante de ese aumento fue una subida de los precios de la energía. Al mismo tiempo, la tasa de inflación interanual, excluidos la energía y los alimentos, registró un mínimo récord del 0,6% en octubre, ya que los incrementos mensuales de los costes de la vivienda y los servicios médicos se compensaron con reducciones del coste de otros componentes, como los vehículos, el vestido, las actividades recreativas y el tabaco.

El 3 de noviembre, el Comité de Operaciones de Mercado Abierto de la Reserva Federal 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, y que ajustaría el programa en la medida de lo necesario para estimular al máximo la creación de empleo y la estabilidad de precios. Al mismo tiempo, el Comité decidió mantener sin cambios 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.

JAPÓN

En Japón, los datos más recientes apuntan a un nuevo debilitamiento de la actividad, a pesar de que el crecimiento del PIB ha aumentado en el tercer trimestre, debido a factores transitorios. La primera estimación provisional de la Oficina Económica del Gobierno de Japón indica que el PIB real creció a una tasa intertrimestral del 0,9% en el tercer trimestre de 2010, frente al 0,4% registrado en el trimestre anterior. La actividad en el tercer trimestre contó, principalmente, con el respaldo de la demanda interna, que sumó un punto porcentual al crecimiento del PIB. Más concretamente, el consumo privado se vio apoyado por factores transitorios, como las subvenciones ofrecidas por el gobierno para la compra de ciertos tipos de vehículos y la mayor demanda de cigarrillos en previsión del aumento del impuesto sobre el tabaco, introducido el 1 de octubre. Además, la inversión residencial privada creció un 1,3%, favorecida por las medidas adoptadas por el gobierno, mientras que la contribución de la demanda exterior neta al PIB se estancó como resultado de la desaceleración del crecimiento de las exportaciones. Se prevé que la actividad económica será moderada en el cuarto trimestre de 2010 y a comienzos de 2011. El consumo privado probablemente se debilitará tras la retirada de las medidas de estímulo aplicadas por el gobierno, mientras que las exportaciones seguirán siendo un tanto débiles como resultado de la moderación de la demanda externa y de la apreciación del yen.

Por lo que respecta a la evolución de los precios, los precios de consumo han bajado, en tasa interanual, en los últimos trimestres, debido al amplio margen de recursos productivos sin utilizar que registra la economía. Sin embargo, en octubre, la inflación interanual, medida por el IPC, se tornó positiva por primera vez en casi dos años, impulsada por un aumento del impuesto sobre los cigarrillos y por la subida de los precios de la energía y los alimentos, 0,2%; excluidos los alimentos frescos, la tasa sigue siendo negativa (-0,6%), mientras que, si se excluyen la energía y los alimentos, la inflación interanual se reduce hasta el -0,8%. No obstante, el aumento de la inflación probablemente se estancará en los próximos meses, debido a la moderada evolución de la demanda interna y a la reciente apreciación del yen.

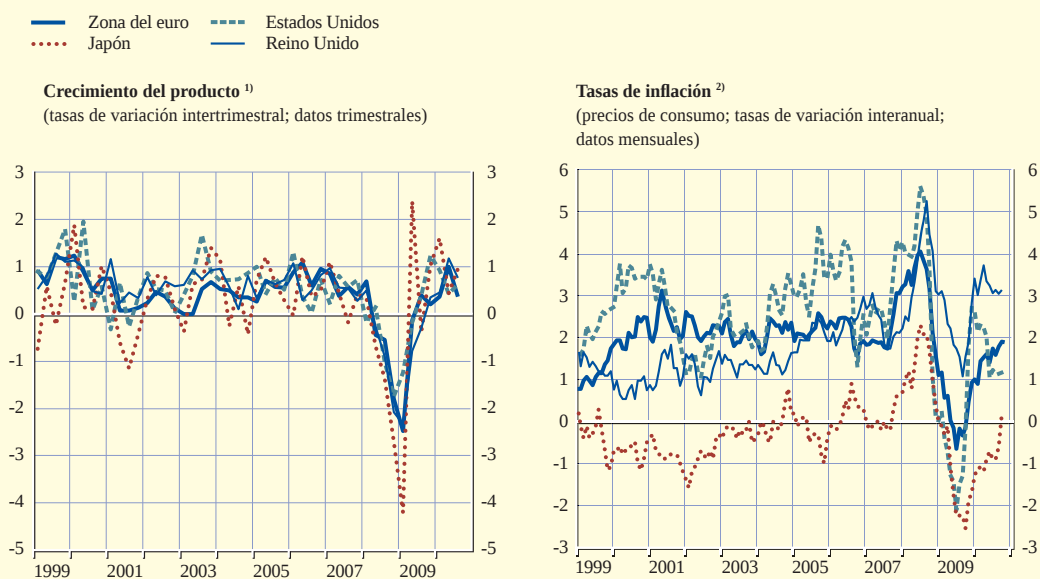
En su reunión de 5 de noviembre de 2010, el Banco de Japón decidió mantener sin variación, entre el 0,0% y el 0,1%, el objetivo fijado para los tipos de interés de los préstamos a un día sin garantía. Además, el Banco de Japón dio a conocer nuevos detalles sobre el programa —anunciado el 5 de octubre— a fin de intensificar aún más la políticas de relajación monetaria.

REINO UNIDO

En el Reino Unido, la recuperación económica ha continuado en los últimos trimestres. El PIB real creció a una tasa intertrimestral del 0,8% en el tercer trimestre de 2010, tras una expansión del 1,2% en el segundo trimestre (véase gráfico 3). El crecimiento del producto durante el trimestre fue generalizado entre los principales componentes del gasto. Los precios de la vivienda descendieron, en tasa intertrimestral, en el segundo y tercer trimestres de 2010 en un contexto de moderada actividad del mercado de la vivienda. De cara al futuro, los ajustes de las existencias, las políticas de estímulo monetario, la demanda externa y la anterior depreciación de la libra esterlina deberían respaldar la actividad económica. No obstante, se prevé que el crecimiento de la demanda interna seguirá estando limitado por las restrictivas condiciones de concesión de crédito, el ajuste de los balances de los hogares y las sustanciales restricciones presupuestarias.

La inflación interanual, medida por el IPC, 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 3,2% en octubre. De cara al futuro, se prevé que los efectos retardados de la depreciación de la libra esterlina y el aumento del IVA en enero de 2011 ejercerán presión al alza sobre los precios de consumo.

Gráfico 3 Principales indicadores de las economías más industrializadas



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

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

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

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. También ha seguido votando a favor de mantener el volumen de compras de activos financiadas mediante la emisión de reservas del banco central en 200 mm de libras esterlinas.

OTROS PAÍSES EUROPEOS

En conjunto, la situación económica ha seguido mejorando en el segundo trimestre de 2010 en los otros países de la UE no pertenecientes a la zona del euro. No obstante, la inflación ha ido en aumento en los últimos meses. En el tercer trimestre, el PIB real creció, en tasa intertrimestral, un 2,1% en Suecia y un 0,7% en Dinamarca. En ambos países, la inflación ha aumentado ligeramente en los últimos meses, situándose en el 2,4% en Dinamarca y en el 1,6% en Suecia en octubre de 2010.

En general, la recuperación ha continuado en los últimos trimestres en los países más grandes de la UE de Europa Central y Oriental, respaldada por la demanda externa y por la reposición de existencias, aunque siguen observándose algunas diferencias entre unos países y otros. La demanda interna ha seguido siendo más bien moderada, debido a la frágil situación de los mercados de trabajo y de crédito, a la baja utilización de la capacidad productiva, así como a las restricciones presupuestarias impuestas en algunos países (véase también el recuadro 1 sobre la recuperación económica en los países de la UE de Europa Central y Oriental). De cara al futuro, los indicadores de corto plazo sugieren una nueva mejora de la situación económica en todos los países, salvo en Rumanía, en donde las estimaciones provisionales indican tasas de crecimiento negativas en el tercer trimestre de 2010. En los últimos meses, la inflación ha aumentado en los países de la región. En octubre de 2010, la inflación medida por el IAPC se situaba en el 1,8% en la República Checa, en el 2,6% en Polonia, en el 4,3% en Hungría y en el 7,9% en Rumanía. En la mayoría de los países, el aumento de la inflación tuvo su origen en la evolución de

los precios de la energía y los alimentos, que refleja, en parte, un efecto de base derivado de los acusados descensos registrados el pasado año. En el caso de Rumanía, el nivel relativamente elevado de la inflación refleja también el impacto de la subida del IVA aplicada en julio de 2010.

La situación económica también se ha estabilizado en los países más pequeños de la UE no pertenecientes a la zona del euro, a saber, los Estados bálticos y Bulgaria. La inflación ha aumentado, asimismo, en estos países, desde las tasas muy bajas, y durante algún tiempo negativas, registradas durante la profunda recesión de 2009.

En Rusia, la recuperación de la actividad económica se interrumpió en el tercer trimestre de 2010, como resultado del negativo impacto de la excepcional ola de calor que afectó al país. Según las primeras estimaciones, el crecimiento interanual del PIB real se redujo en el tercer trimestre hasta el 2,7%, desde el 5,2% registrado en el segundo trimestre. No obstante, debido al carácter transitorio de esta perturbación, se prevé que el crecimiento vuelva a repuntar antes de finales del año, como también se desprende de los indicadores adelantados. La inflación comenzó a aumentar, alcanzando el 7,5%, en tasa interanual, en octubre. Este aumento tuvo, en gran medida, su origen en las subidas de los precios de los alimentos a raíz de la fuerte ola de calor. De cara al futuro, el ritmo de la recuperación dependerá probablemente de la evolución de los precios de las materias primas y del crecimiento del crédito interno.

Recuadro I

LA RECUPERACIÓN ECONÓMICA EN LOS PAÍSES DE LA UE DE EUROPA CENTRAL Y ORIENTAL

Tras la recesión experimentada en 2008-2009, las economías de los ocho países de la UE de Europa Central y Oriental que no forman parte de la zona del euro (PECO) se están recuperando gradualmente, aunque con notables diferencias entre países¹. La expansión de la actividad económica está siendo impulsada, principalmente, por las exportaciones, dado que la demanda interna sigue siendo débil. Los países que habían acumulado desequilibrios internos y externos relativamente más acusados antes de la crisis financiera sufrieron contracciones del producto más severas durante la misma y la mayoría de ellos se enfrentan a una recuperación económica más lenta.

Recuperación reciente de la actividad económica

Los PECO están saliendo ahora de la recesión más profunda que han experimentado desde que iniciaron la transición hacia una economía de mercado y casi todos ellos han registrado, en promedio, tasas positivas de crecimiento intertrimestral del PIB desde el segundo semestre de 2009. No obstante, la cronología y la fortaleza de la recuperación económica han sido heterogéneas en estos países. Mientras que en Polonia, la República Checa y Estonia la tendencia alcista se inició antes y ha sido más pronunciada, en Hungría, Letonia y Lituania y, en particular, en Bulgaria y Rumanía, la recuperación no comenzó hasta el primer semestre de 2010 y ha seguido siendo más débil.

Por lo que respecta a la contribución por sectores, en la mayoría de los PECO la recuperación ha sido impulsada por el auge de la actividad industrial (véase gráfico A). Por el contrario, la atonía del sector de la construcción ha frenado la recuperación en casi todos los países de la región durante el pa-

1 Véase un análisis más detallado de la evolución económica en los PECO antes de y durante la crisis en el artículo titulado «El impacto de la crisis financiera en los países de Europa Central y Oriental», publicado en el Boletín Mensual del BCE de julio de 2010.

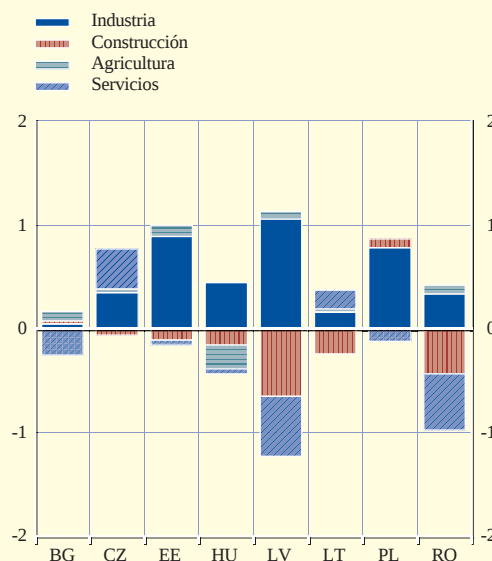
sado año. Ello ocurrió, en particular, en los Estados bálticos, donde dicho sector registró una tasa de crecimiento insostenible durante el período de auge anterior a la crisis. No obstante, las contribuciones positivas del sector de la construcción al crecimiento en varios países durante el segundo trimestre de 2010 sugieren que la tendencia descendente ha tocado fondo. Por otro lado, el sector servicios también siguió mostrando bastante debilidad al comienzo de la recuperación pero, en muchos países, contribuyó de nuevo al crecimiento en el primer semestre de 2010.

La recuperación de la actividad económica en la mayoría de los países ha estado determinada, principalmente, por las existencias y la demanda externa como consecuencia del repunte del comercio mundial a partir del segundo semestre de 2009 (véase gráfico B). Por el contrario, la demanda interna ha seguido siendo débil en todos los países, salvo en Polonia. El consumo privado ha retrocedido aún más en Bulgaria y Hungría y, especialmente, en los Estados bálticos, en donde había registrado un aumento considerable antes de la crisis y el desempleo ha alcanzado niveles elevados (en torno al 18,5% en el segundo trimestre de 2010). Por su parte, la inversión todavía no ha comenzado a recuperarse desde el final de la recesión. De hecho, se redujo aún más en todos los PECO en el primer semestre de 2010. El consumo público también ha contribuido negativamente al crecimiento económico de la región, como consecuencia de la tensa situación de las finanzas públicas y de las medidas de ajuste fiscal. Los déficits públicos se situaron, en promedio ponderado, en torno al 6,7% del PIB en 2009 y, según las proyecciones de la Comisión Europea, no se producirán apenas cambios en 2010.

Los desequilibrios macroeconómicos, que se habían acumulado en algunos PECO antes de la crisis, se están reduciendo gradualmente. Es un proceso necesario, pero actualmente está restringiendo la

Gráfico A Contribución de los distintos sectores al crecimiento del valor añadido

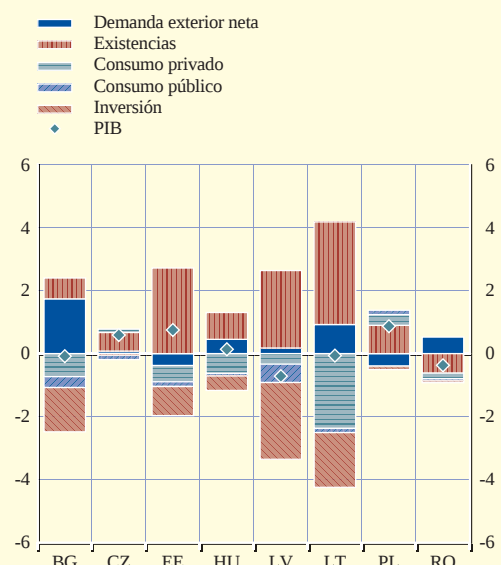
(tasas de variación; puntos porcentuales)



Fuente: Eurostat.
Notas: Tasas medias de crecimiento intertrimestral durante el período comprendido entre el tercer trimestre de 2009 y el segundo trimestre de 2010. Datos desestacionalizados y ajustados de días laborales, salvo en el caso de Rumanía (solo desestacionalizados).

Gráfico B Contribución del gasto al crecimiento del PIB real

(tasas de variación; puntos porcentuales)



Fuente: Eurostat.
Notas: Tasas medias de crecimiento intertrimestral durante el período comprendido entre el tercer trimestre de 2009 y el segundo trimestre de 2010. Datos desestacionalizados y ajustados de días laborales, salvo en el caso de Rumanía (solo desestacionalizados).

demanda interna. El crecimiento del crédito al sector privado en la región se ha reducido paulatinamente con respecto a los niveles insosteniblemente altos registrados en 2007-2008, llegándose a tasas de un solo dígito en el primer semestre de 2010. En los Estados bálticos y Hungría el crédito ha caído desde el segundo semestre de 2009, lo que supone un menor nivel de endeudamiento del sector privado. Aunque ello está contribuyendo a corregir los balances de los hogares, a corto plazo está frenando el consumo privado. Además, la elevada ratio de morosidad observada en algunos países (entre el 17,5% y el 19,2% en Lituania, Letonia y Rumanía en el primer trimestre de 2010) está limitando el margen de maniobra de las entidades de crédito para conceder nuevos préstamos.

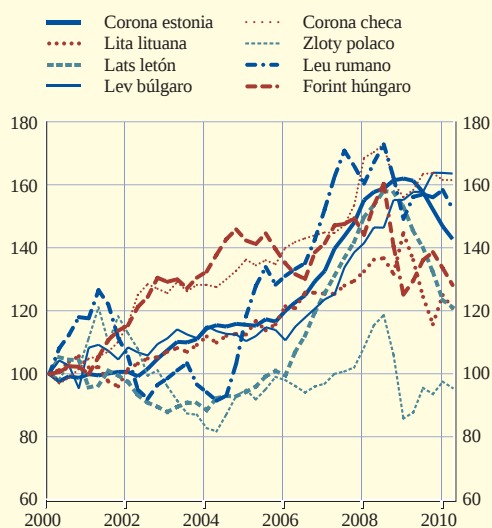
Paralelamente a la desaceleración del crecimiento del crédito, desde el comienzo de la recuperación se ha producido un nuevo deterioro de la cuenta financiera en comparación con los niveles observados durante la crisis, y mucho mayor en relación con el período de auge anterior a la crisis. Por modalidades de flujos de capital, las entradas de inversión de cartera, que suelen ser flujos relativamente volátiles, se tornaron negativas en varios PECO durante la crisis. Sin embargo, recientemente, esta tendencia a la baja se ha revertido en algunos países (por ejemplo, en Lituania y Polonia). Por el contrario, la mayoría de los PECO siguieron atrayendo inversión directa extranjera (IDE) o registraron solo pequeñas salidas durante la crisis y el período de recuperación en curso. Estas entradas de IDE desempeñarán, probablemente, una importante función de apoyo para lograr un crecimiento económico sostenible, especialmente si se dirigen hacia el sector de bienes comerciables.

Antes de la crisis, muchos PECO registraron desequilibrios como resultado, entre otros factores, de los insostenibles incrementos de los salarios que excedieron en mucho a los aumentos de la productividad. Sin embargo, durante la crisis, algunos países redujeron los salarios nominales, especialmente los Estados bálticos, donde disminuyeron un 26%, en promedio, desde mediados de 2008. Aunque esta caída de la renta disponible representa una carga adicional para la capacidad de consumo de los hogares, los ajustes han ayudado a estos PECO a compensar parcialmente la anterior pérdida de competitividad vía precios frente a sus principales socios comerciales (véase gráfico C). Los PECO con un régimen de tipo de cambio flexible (es decir, Hungría, la República Checa, Polonia y Rumanía) aumentaron su competitividad principalmente mediante una notable depreciación nominal de sus monedas en 2008 y principios de 2009, aunque posteriormente se compensó, en parte, al apreciarse las monedas a finales de 2009 y comienzos de 2010. En conjunto, el repunte de la demanda externa, el aumento de la competitividad y la debilidad de la demanda interna han dado lugar a un acusado descenso de los déficits por cuenta corriente. En el caso de los Estados bálticos y Hungría, el déficit incluso se convirtió en superávit en el primer semestre de 2010.

Tras la notable desinflación (y, en parte, deflación) registrada durante la crisis, la inflación medida por el IAPC en los países con tipos de cambio fijo (es decir, los Estados bálticos y Bulgaria)

Gráfico C Tipos de cambio efectivos reales basados en los costes laborales unitarios

(I 2000 = 100)



Fuente: Cálculos del BCE.

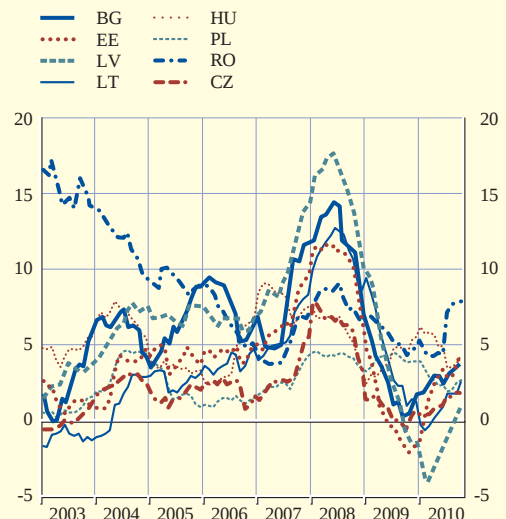
ha ido en aumento desde la primavera de 2010 (en Letonia a partir de septiembre de 2010). Por el contrario en los países con tipos de cambio flexibles, no se observaron tasas de inflación tan altas en el período de auge anterior a la crisis ni tampoco una fase de desinflación tan pronunciada durante la crisis (véase gráfico D). En estos países, las tasas de inflación han seguido siendo positivas y se han mantenido por debajo del 5% durante la mayor parte del período de recuperación hasta hoy. En Rumanía, sin embargo, la inflación ha aumentado muy notablemente en los últimos meses.

Perspectivas de la actividad económica

De cara al futuro, las encuestas de clima económico indican un nuevo fortalecimiento de la recuperación en todos los PECO, aunque en menor medida en Bulgaria y Rumanía. Para 2011, se prevé una mayor contribución al crecimiento de la demanda interna, aunque las exportaciones seguirán siendo, probablemente, un factor determinante de la actividad económica de la región. Dado que se espera que tanto la demanda interna como la demanda externa cobren de nuevo impulso el próximo año, las proyecciones de crecimiento del PIB real en 2011 se sitúan en torno al 3,5% para los Estados bálticos y Polonia, alrededor del 2,3% para la República Checa, Hungría y Bulgaria y en el 1,5% para Rumanía (véase cuadro). No obstante, todavía existen riesgos para estas perspectivas. Aunque la tasa de paro en todos los PECO (salvo Lituania) se ha ido reduciendo gradualmente (o, al menos, ha dejado de aumentar) desde comienzos de 2010, la persistencia de altos niveles de desempleo probablemente atenuará el consumo privado durante un período prolongado. De la misma manera, si continúa el desapalancamiento del sector privado, se reducirá el crecimiento de la demanda interna. Adicionalmente, otra fuente de incertidumbre provendrá de las perspectivas para la demanda externa y de la afluencia de capital a la región.

Gráfico D Inflación medida por el IAPC

(tasas de variación interanual; datos mensuales)



Fuente: Eurostat.

Previsiones del PIB para 2011

(tasas de variación interanual)

	FMI	Comisión Europea	Consensus Economics
BG	2,0	2,6	2,4
CZ	2,2	2,3	2,2
EE	3,5	4,4	3,8
HU	2,0	2,8	2,4
LV	3,3	3,3	2,9
LT	3,1	2,8	2,9
PL	3,7	3,9	3,8
RO	1,5	1,5	1,5

Fuentes: Perspectivas de la Economía Mundial (octubre 2010), FMI; previsiones de otoño (noviembre 2010) de la Comisión Europea, y previsiones de Consensus Economics (noviembre 2010).

ECONOMÍAS EMERGENTES DE ASIA

Los datos de las cuentas nacionales del tercer trimestre de 2010 indican que el crecimiento del PIB fue algo más lento que en los dos trimestres anteriores. No obstante, aún ha mantenido su dinamismo. Si bien se han retirado gradualmente las políticas fiscales y monetarias de apoyo y la contribución de la demanda exterior neta se ha reducido en relación con el primer semestre de 2010, la demanda privada

interna y la inversión bruta en capital fijo se han convertido en los motores del crecimiento económico. Aunque los últimos datos disponibles muestran unas tasas de inflación elevadas, principalmente como consecuencia de la subida de los precios de los alimentos y las materias primas, las proyecciones indican que se trata de un fenómeno de carácter transitorio.

En China, el PIB real creció un 9,6%, en tasa interanual, en el tercer trimestre de 2010, frente al 10,3% del segundo trimestre, de lo que se deduce que la economía ha mostrado capacidad de resistencia frente a las políticas más restrictivas adoptadas durante este año. En una situación en la que la demanda externa sigue siendo sólida y se observa un debilitamiento de la demanda de importaciones, el superávit comercial mensual se ha situado, en los últimos meses, en los niveles registrados antes de la crisis. Las presiones inflacionistas han seguido intensificándose y, en octubre, la inflación, medida por el IPC, ascendía al 4,4% en tasa interanual, principalmente como resultado de la subida de los precios de los alimentos. Además, los precios de los inmuebles han repuntado considerablemente en los últimos meses, debido al aumento de la demanda en un contexto de abundante liquidez, laxas condiciones de concesión de crédito y tipos de interés reales negativos sobre los depósitos. El Banco Central de la República Popular China ha desplazado el centro de atención de sus políticas, que han pasado de estimular el crecimiento a aliviar las presiones inflacionistas, para lo cual, con efectos a partir del 20 de octubre, ha elevado los tipos de interés de referencia a un año de los préstamos y los depósitos en 25 puntos básicos, hasta el 2,5% y el 5,56%, respectivamente. Asimismo, en los últimos meses, las autoridades han adoptado una amplia gama de medidas administrativas encaminadas a reducir la presión sobre los precios de los inmuebles residenciales y los alimentos. Además, el Banco Central de la República Popular China ha elevado las exigencias de reserva de las entidades de crédito, a fin de retirar del mercado el exceso de liquidez interna.

En Corea, el PIB real creció un 4,5%, en tasa interanual, en el tercer trimestre de 2010, frente a un 7,1% en el segundo trimestre. Esta moderación del crecimiento tuvo su origen, principalmente, en el debilitamiento de las exportaciones. Por el contrario, el crecimiento del consumo privado y la inversión experimentó una aceleración. Mientras que la inflación interanual, medida por el IPC, continuó su tendencia alcista, aumentando hasta el 4,1% en octubre y sobrepasando, por lo tanto, los límites de la banda del 2% al 4% fijada como objetivo, el Banco de Corea elevó el tipo de interés oficial en 25 puntos básicos, hasta el 2,50%, el 16 de noviembre. En India, el PIB real a precios de mercado creció un 10,6%, en tasa interanual, en el tercer trimestre de 2010, frente al 10,3% registrado en el trimestre anterior, lo que indica un ritmo de crecimiento sostenido. Las medidas de estímulo fiscal se han retirado progresivamente, mientras que la inversión ha tomado el relevo como principal motor del crecimiento. La inflación medida por los precios al por mayor siguió siendo persistentemente elevada, alcanzando un nivel del 8,6% tanto en septiembre como en octubre. En un contexto de altas tasas de inflación y sólida actividad económica interna, el 2 de noviembre, el Banco de Reserva de India elevó sus principales tipos de interés oficiales en 25 puntos básicos hasta el 6,25% (tipo *repo*) y el 5,25% (tipo *repo* inverso).

Las perspectivas de las economías emergentes de Asia sugieren una expansión continuada y sostenible, aunque a un ritmo más moderado que en el primer semestre de 2010. En el corto a medio plazo, el principal riesgo al alza para estas perspectivas está asociado al grado de recuperación de la demanda interna. Los principales riesgos a la baja guardan relación con la evolución de las economías avanzadas, que podría tener un efecto adverso sobre el comercio mundial y los flujos de capital privados.

AMÉRICA LATINA

En América Latina se observan señales cada vez más claras de moderación de la recuperación económica, si bien desde unos niveles de partida elevados. Al mismo tiempo, las presiones inflacionistas siguen siendo intensas, debido en parte a las recientes subidas de los precios de los alimentos. Concreta-

mente, en México, el crecimiento interanual del PIB real fue del 5,3% en el tercer trimestre de 2010, tras el aumento del 7,3% registrado en el trimestre anterior. La inflación interanual, medida por los precios de consumo, fue en promedio del 3,7% en el tercer trimestre, frente al 4% del segundo trimestre. En Brasil, los indicadores de alta frecuencia sugieren que la actividad económica sigue siendo dinámica. La producción industrial creció casi un 8%, en tasa interanual, en el tercer trimestre de 2010, frente al 14,3% del segundo trimestre. Al mismo tiempo, las presiones inflacionistas siguen siendo intensas, con una tasa media de inflación general del 4,5% en el tercer trimestre, frente al 5% del trimestre anterior. En Argentina, la producción industrial creció a una tasa media interanual del 9,3% en el tercer trimestre, frente al 10% del trimestre anterior. La inflación, medida por el IPC, siguió siendo elevada, registrándose una tasa media del 11,1% en el tercer trimestre, frente al 10,6% observado en el segundo trimestre.

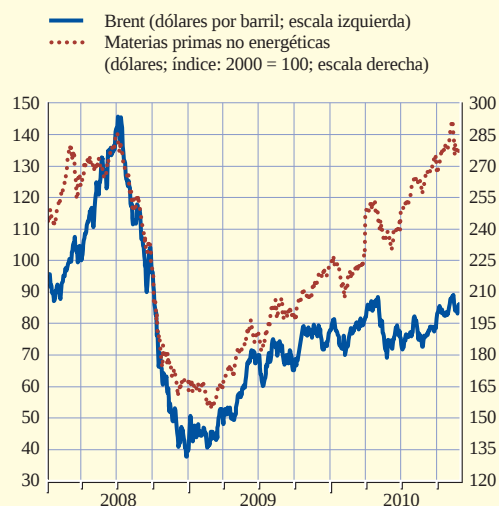
En general, aunque la fortaleza de la recuperación económica está dando señales de debilitamiento, se espera que el crecimiento siga siendo sólido en muchos países de América Latina. Entre otros factores que contribuirán a dicho crecimiento, cabe señalar los elevados precios de las materias primas, la continuidad de las políticas internas de estímulo y la fuerte afluencia de capital. No obstante, la sostenibilidad a largo plazo de la recuperación sigue dependiendo, en gran medida, de la evolución del entorno exterior.

1.2 MERCADOS DE MATERIAS PRIMAS

Los precios del petróleo han aumentado de forma constante en los tres últimos meses (véase gráfico 4). El 1 de diciembre, el precio del barril de Brent se situaba en 86,6 dólares estadounidenses, es decir, aproximadamente un 11% por encima del nivel observado a comienzos del año. De cara al futuro, los participantes en el mercado todavía prevén precios más altos en el medio plazo, y los futuros con entrega en diciembre de 2012 se negocian actualmente a 92 dólares estadounidenses el barril.

La subida de los precios del petróleo se ha producido en un clima de tensiones en el equilibrio entre la oferta y la demanda. La demanda se está recuperando gradualmente tanto en las economías de la OCDE como en las que no pertenecen a esta organización, y la Agencia Internacional de la Energía ha revisado al alza, repetidas veces, sus proyecciones de demanda de petróleo para 2010 y 2011, basándose sobre todo en el supuesto de mejora del crecimiento económico mundial. El aumento de la demanda ha dado lugar a una notable reducción de las existencias de la OCDE en los últimos meses, lo que indica que el mercado se encuentra, de hecho, en una situación de escasez de oferta, a pesar del aumento de la producción de los países no pertenecientes a la OPEP y del hecho de que la OPEP esté produciendo por encima de la cuota. No obstante, el alto nivel de capacidad excedente de producción constituye una barrera frente a posibles estrangulamientos de la oferta.

Gráfico 4 Evolución de los precios de las materias primas



Fuentes: Bloomberg y HWWI.

Los precios de las materias primas no energéticas también han registrado pronunciados aumentos en los tres últimos meses, estimulados por las subidas de los precios tanto de los alimentos como de los metales. Los precios de los alimentos se incrementaron considerablemente en septiembre y a comienzos de octubre, impulsados principalmente por el maíz y el azúcar, debido a que las estimaciones de producción se están revisando a la baja y a las adversas condiciones meteorológicas. Además, los precios de los metales subieron significativamente en septiembre, pero después se estabilizaron ligeramente, como consecuencia de la inquietud de los mercados respecto a la solidez de la recuperación económica. En cifras agregadas, el índice de precios de las materias primas no energéticas (denominado en dólares estadounidenses) se situaba, a finales de noviembre, un 24% por encima del nivel de comienzos del año.

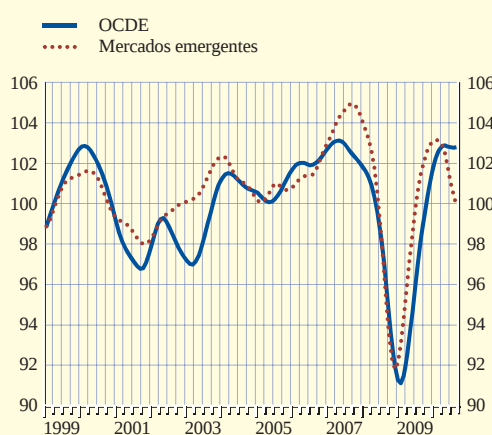
1.3 PERSPECTIVAS DEL ENTORNO EXTERIOR

La evidencia procedente de las encuestas más recientes confirma que la recuperación de la economía mundial ha continuado a un ritmo más lento en el segundo semestre de este año. Además, siguen observándose diferencias en el ritmo de la recuperación y en la posición cíclica tanto entre unas regiones y otras como dentro de cada región. En septiembre, el indicador sintético adelantado de la OCDE no experimentó variación con respecto al mes anterior (véase gráfico 5). Si bien, el indicador apunta a que continuará la expansión en el conjunto de la OCDE, no permite apreciar las diferencias entre países. En las economías emergentes, el indicador sintético adelantado siguió descendiendo y se sitúa ahora por debajo de la tendencia de largo plazo. El indicador de clima económico mundial del Ifo también confirma el deterioro en la evolución del crecimiento mundial en el segundo semestre de 2010. De cara al futuro, se prevé que las perspectivas de crecimiento a escala mundial sigan siendo más bien moderadas a comienzos de 2011, pero que vuelvan a repuntar a partir de entonces durante el resto del año.

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

Gráfico 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

Los datos monetarios disponibles hasta octubre de 2010 continúan apuntando a una recuperación de las tasas de crecimiento interanual de M3 y de los préstamos de las IFM al sector privado. Sin embargo, por el momento, esta recuperación sigue caracterizándose por reducidas tasas de crecimiento y está en consonancia con la valoración de que el ritmo de expansión monetaria subyacente es moderado y de que las presiones inflacionistas a medio plazo permanecen contenidas. Por sectores, la evolución de los préstamos al sector privado indica una recuperación gradual de los préstamos a las sociedades no financieras, aunque las tasas de crecimiento interanual se mantienen en niveles negativos. El crecimiento interanual de los préstamos a los hogares se ha estabilizado en tasas moderadamente positivas. Los principales activos mantenidos por las IFM de la zona del euro aumentaron en el tercer trimestre de 2010, como consecuencia del nuevo incremento experimentado por el crédito al sector privado de la zona. La evolución más reciente confirma que el tamaño total del balance del sector bancario se ha ido estabilizando. Los datos monetarios de octubre deben evaluarse con cautela, ya que se ven afectados por operaciones a gran escala entre el balance de las IFM y un «banco malo» de un Estado miembro concreto (que se clasifica como parte del sector público).

EL AGREGADO MONETARIO AMPLIO M3

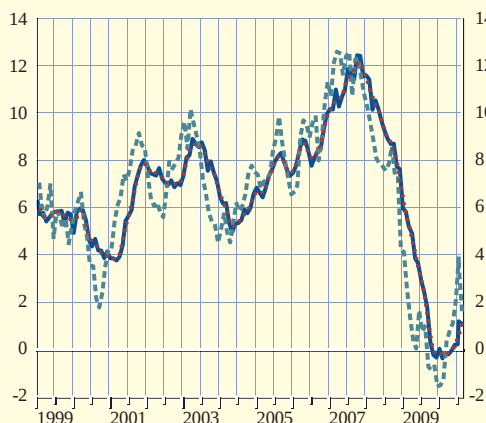
La tasa de crecimiento interanual del agregado monetario amplio M3 pasó a ser moderadamente positiva en el tercer trimestre de 2010, situándose en el 0,7%, tras haber sido ligeramente negativa en los dos trimestres anteriores (véase gráfico 6). En octubre, esta tasa fue del 1,0%, lo que representó un leve descenso con respecto a septiembre, aunque esta disminución se debió fundamentalmente a la transferencia de activos del Grupo Hypo Real Estate a FMS Wertmanagement, un «banco malo» creado por el Gobierno alemán. Estas medidas afectaron significativamente a una serie de componentes y contrapartidas de M3 de la zona del euro. Excluyendo estos efectos, la tasa de crecimiento interanual de M3 hubiera aumentado ligeramente en octubre. Por tanto, los datos más recientes no refutan la valoración previa de que la expansión monetaria de la zona del euro se está recuperando, si bien dicha recuperación sigue caracterizándose por reducidas tasas de crecimiento. Sin embargo, incluso corrigiendo los datos por el efecto de estas operaciones específicas, el crecimiento intermensual de M3 fue ligeramente negativo en septiembre y octubre. Así pues, persiste cierto grado de incertidumbre en relación con el vigor de la recuperación del crecimiento monetario.

El débil crecimiento monetario sigue reflejando el impacto a la baja de la curva de rendimientos. No obstante, la redistribución de fondos a gran escala desde instrumentos de M3 hacia activos financieros no incluidos en este agregado monetario ha disminuido en los últimos meses, ya que la curva se ha

Gráfico 6 Crecimiento de M3

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

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



Fuente: BCE.

aplanado desde principios de año. El recuadro 2, titulado «El impacto de la curva de rendimientos sobre la evolución reciente de los agregados monetarios», facilita información adicional a este respecto. Por el lado de los componentes, el ligero fortalecimiento observado en el crecimiento interanual de M3 desde el verano oculta que la tasa de crecimiento interanual de M1 ha vuelto a descender de forma considerable, aunque continúa siendo significativamente positiva, mientras que la de los depósitos a corto plazo distintos de los depósitos a la vista y los instrumentos negociables (esto es, M3-M1) ha pasado a ser sensiblemente menos negativa. Este estrechamiento se debe al aumento de los diferenciales de remuneración de las distintas categorías de activos monetarios.

En cuanto a las contrapartidas, el moderado fortalecimiento observado en el crecimiento interanual de M3 en el tercer trimestre y —analizando más allá del efecto estadístico de las operaciones con el banco malo— en octubre continuó teniendo como contrapartida un ligero incremento de la tasa de crecimiento interanual de los préstamos al sector privado. Por sectores, la tasa de crecimiento interanual de los préstamos a los hogares mostró nuevos signos de estabilización en niveles moderadamente positivos. En cambio, la tasa de crecimiento interanual de los préstamos a las sociedades no financieras siguió siendo negativa, aunque la evolución más reciente continuó aportando evidencia de una recuperación gradual.

Los principales activos mantenidos por las IFM de la zona del euro aumentaron en el tercer trimestre de 2010, como consecuencia del nuevo incremento experimentado por el crédito al sector privado de la zona del euro. La fuerte contracción registrada en octubre estuvo relacionada, principalmente, con las transferencias de activos al banco malo y con la reducción de determinadas posiciones interbancarias, y no debe interpretarse que apunta a nuevas presiones para el desapalancamiento de los balances de las entidades de crédito en su conjunto.

Recuadro 2

EL IMPACTO DE LA CURVA DE RENDIMIENTOS SOBRE LA EVOLUCIÓN RECIENTE DE LOS AGREGADOS MONETARIOS

Desde mediados de 2010, la tasa de crecimiento interanual de M3 ha experimentado un ligero incremento. Este aumento sigue a un período de estancamiento del crecimiento monetario en el primer semestre del año, tras la acusada desaceleración observada a finales de 2008 y en 2009. Para valorar las repercusiones de la evolución reciente para la estabilidad de precios a medio plazo, es fundamental calibrar la medida en que este fortalecimiento queda reflejado en el ritmo de expansión monetaria subyacente. El análisis de la expansión monetaria subyacente proporciona la señal relevante sobre la existencia de riesgos para la estabilidad de precios a medio plazo. La gama de medidas de la expansión monetaria subyacente que habitualmente es objeto de seguimiento indica que la brecha acumulada en el último año y medio entre estas medidas y la tasa general más baja de crecimiento monetario se ha reducido (véase gráfico A)¹. El análisis monetario general que realiza el BCE señala que el principal factor determinante de esta brecha han sido las variaciones de la pendiente de la curva de rendimientos. En este recuadro se presenta el análisis en el que se sustenta la valoración del papel de los niveles de los tipos de interés, utilizando evidencia cualitativa y cuantitativa. En el

1 Estas medidas del crecimiento monetario subyacente se obtienen utilizando algunos de los métodos descritos en el recuadro titulado «La evolución monetaria subyacente: concepto e ilustración cuantitativa», Boletín Mensual, BCE, Fráncfort del Meno, mayo de 2008. Las medidas empíricas usadas son aproximaciones obviamente imperfectas al concepto de expansión monetaria subyacente. Por otra parte, se ha de tener presente que la calidad de la señalización de distintas medidas empíricas puede variar con el tiempo.

análisis basado en modelos que se aplica para considerar esta cuestión se usa una herramienta más completa disponible para la realización del análisis monetario, que se presentó en una publicación reciente del BCE².

Evolución de la curva de rendimientos desde finales de 2008

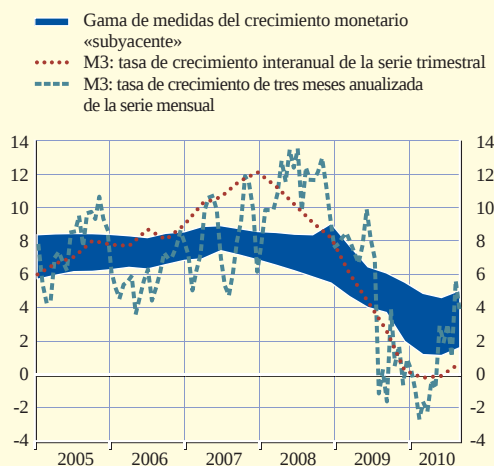
Las enérgicas medidas adoptadas tras la quiebra de Lehman Brothers, a finales de 2008, provocaron una pronunciada caída de los tipos de interés a corto plazo y, en consecuencia, un aumento sin precedentes de la pendiente de la curva de rendimientos. El incremento observado en la pendiente de la curva, medido, por ejemplo, por el diferencial entre el rendimiento de la deuda pública a diez años de la zona del euro y el EURIBOR a tres meses, se tradujo en ajustes similares de los diferenciales entre los tipos de interés aplicados a los depósitos de las IFM y los rendimientos de la deuda pública (véase gráfico B). A mediados de 2009, la mayor parte de estos diferenciales, que son una medida habitual del coste de oportunidad de mantener depósitos en las IFM, se estabilizó en niveles elevados. Además, la evolución de los tipos aplicados a los depósitos a corto plazo de las IFM (es decir, los depósitos a plazo hasta dos años) no estuvo totalmente en línea con otros diferenciales, ya que las entidades de crédito parecieron conceder mayor valor al menor riesgo de liquidez asociado a la obtención de financiación a través de estos depósitos³. Todos los diferenciales de tipos de interés se han reducido gradualmente desde mediados de 2010, aunque se mantienen bastante por encima de los niveles registrados antes de la quiebra de Lehman Brothers.

Evidencia cualitativa del impacto de la evolución de los tipos de interés sobre la asignación de carteras

La pendiente de la curva de rendimientos causa un impacto sobre M3 a través de la decisión general de invertir fondos en activos monetarios a más corto plazo o en activos no monetarios a más

Gráfico A M3 y M3 subyacente

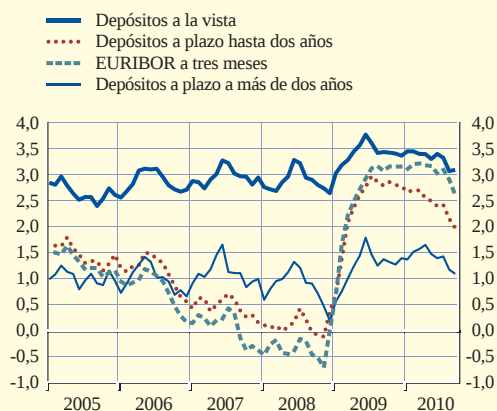
(tasas de variación)



Fuentes: BCE y cálculos del BCE.

Gráfico B Diferenciales entre los tipos de interés aplicados a los depósitos de las IFM y los rendimientos de la deuda pública a diez años

(puntos porcentuales)



Fuentes: BCE y estimaciones del BCE.

Nota: El rendimiento de la deuda pública a diez años es el rendimiento del tipo de interés al contado de toda la deuda pública de la zona del euro.

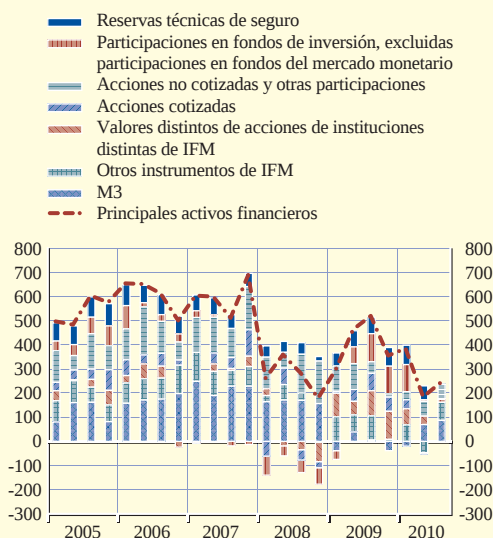
2 Véase L. D. Papademos y J. Stark (eds.), *Enhancing monetary analysis*, BCE, Fráncfort del Meno, 2010.

3 Además de los plazos de vencimiento de estos depósitos a corto plazo, su atractivo como fuente de financiación de las IFM también puede derivarse del hecho de que se obtienen del sector privado no financiero, del que puede considerarse que tiene menos probabilidades de paralizarse repentinamente o de modificar la fuente de financiación que el sector financiero.

largo plazo. Una manera de calibrar este impacto es considerar la proporción de flujos de M3 en la inversión financiera total de los hogares y las empresas de la zona del euro (véase gráfico C). Los datos sugieren que, hasta principios de 2010, el fuerte ajuste observado en la rentabilidad y en los riesgos relevantes hizo que la inversión financiera se desplazara hacia instrumentos no monetarios. En particular, la inversión financiera en valores distintos de acciones de instituciones distintas de IFM, en participaciones en fondos de inversión y en valores de renta variable aumentó notablemente durante este período. Al mismo tiempo, la inversión en instrumentos a más largo plazo de las IFM también se incrementó, lo que indica que consideraciones relacionadas con la remuneración desempeñaron un papel más destacado en la reorientación de la inversión financiera que las posibles preocupaciones acerca de la exposición al riesgo del sector de IFM. En el período transcurrido entre finales de 2006 y finales de 2008, que precedió a una acusada desaceleración del crecimiento interanual de M3, la remuneración de los depósitos a corto plazo fue mejor que la de los depósitos a largo plazo. Esta configuración de los tipos de interés cambió bruscamente de sentido (en unos 250 puntos básicos) por el aumento de la pendiente de la curva de rendimientos que se registró a finales de 2008, lo que incrementó considerablemente el atractivo de la inversión en instrumentos no incluidos en M3. En los últimos trimestres, el impacto de la evolución de los tipos de interés ha vuelto a hacerse patente en los saldos monetarios, ya que el aplanamiento gradual de la curva de rendimientos ha reducido el incentivo de desplazar fondos desde M3 y, de este modo, ha ido acompañado de una recuperación significativa de los instrumentos monetarios en el porcentaje de flujos totales de inversión financiera.

Gráfico C Inversión financiera del sector tenedor de dinero

(flujos trimestrales; mm de euros; ajustados de efectos estacionales)



Fuentes: BCE y estimaciones del BCE.

Notas: Excluida la inversión financiera de las Administraciones Públicas. Los datos de las cuentas integradas de la zona del euro están disponibles hasta el segundo trimestre de 2010, mientras que los datos de las IFM incluyen el tercer trimestre de 2010. Los datos sobre participaciones en fondos de inversión para el tercer trimestre de 2010 son estimaciones basadas en las estadísticas de fondos de inversión. La barra de color gris y blanco en el tercer trimestre de 2010 señala una estimación de la inversión financiera en activos que no sean: (i) instrumentos de las IFM; y (ii) participaciones en fondos de inversión emitidos por instituciones distintas de las IFM.

Conclusiones de análisis basados en modelos utilizados para valorar la influencia de la curva de rendimientos en la evolución monetaria

Para confirmar la solidez de estas conclusiones en lo que respecta al impacto de la curva de rendimientos sobre los agregados monetarios, conviene complementar este análisis con enfoques más formales basados en modelos. Estos enfoques son necesarios para tomar debidamente en consideración el hecho de que suele haber una amplia variedad de factores (es decir, además de los tipos de interés) que influyen en la evolución monetaria en un momento determinado.

Un enfoque empírico que puede ser útil en relación con esta cuestión conlleva la utilización de un modelo de vectores autorregresivos a gran escala estimado con métodos bayesianos (esto es, un mo-

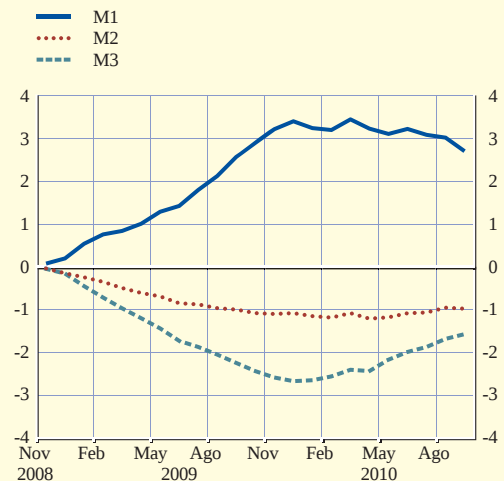
delo BVAR)⁴. Este modelo capta la interacción dinámica entre: un amplio conjunto de tipos de interés y los rendimientos, una amplia gama de indicadores del ciclo económico, y una extensa variedad de variables monetarias de ambos lados del balance de las IFM. Por tanto, constituye una herramienta con la que estudiar los efectos de la curva de rendimientos sobre diferentes agregados monetarios, teniendo debidamente en cuenta el entorno macroeconómico. Para medir la magnitud de estos efectos, se realizan simulaciones contrafactuales, manteniendo sin variación la configuración de los tipos de interés, en los niveles vigentes en octubre de 2008. A continuación se compara la evolución de los principales agregados monetarios con la obtenida de la simulación de un modelo en el que los tipos de interés siguen la trayectoria efectivamente observada.

Los resultados confirman que el aumento de la pendiente de la curva de rendimientos ejerció fuertes presiones a la baja sobre el crecimiento de M3 (véase gráfico D). Además, este impacto es significativo en niveles de confianza convencionales. Al mismo tiempo, las variaciones observadas en la configuración de los tipos de interés desde principios de 2009 también han causado un efecto notable en la asignación de fondos a instrumentos incluidos en M3, provocando una reasignación considerable de las tenencias de activos monetarios, con desplazamientos hacia los instrumentos más líquidos. Esto queda confirmado por el modelo, que señala un acusado impacto positivo sobre el crecimiento de M1. También se estima un efecto negativo en M2, aunque más moderado que el estimado para M3, como consecuencia de la mayor proporción de componentes más líquidos incluidos en M2. El análisis basado en el modelo BVAR indica que el impacto de la pendiente de la curva de rendimientos ha disminuido en 2010, y aunque se ha observado en todos los agregados, es más pronunciado en M3.

Los efectos de la curva de rendimientos sobre el crecimiento de M3 identificados en el modelo BVAR se confirman, en líneas generales, en un análisis basado en un enfoque más teórico (aunque empíricamente coherente), concretamente un modelo de equilibrio general dinámico y estocástico (modelo DSGE)⁵. La incorporación de fricciones financieras y de un sector bancario a este modelo permite realizar interpretaciones estructurales de la evolución monetaria. En concreto, permite identificar las perturbaciones estructurales que, según el modelo, determinan la evolución económica, monetaria y financiera en un momento determinado. El modelo sugiere que, en los últimos años, la pendiente de la curva de rendimientos se ha visto impulsada en gran parte por la respuesta de la política monetaria a la crisis financiera. Esto, a su vez, ejerció un considerable impacto a la baja sobre el crecimiento interanual de M3 observado en 2009 y, ciertamente, contribuye a explicar el cambio de una brecha positiva entre la expansión monetaria general y la expansión subyacente, antes de la crisis, a una brecha negativa a partir del último trimestre de 2008 (véase gráfico E). Ciertamente, en

Gráfico D Efecto del aumento de la pendiente de la curva de rendimientos basado en un modelo BVAR a gran escala

(puntos porcentuales)



Fuentes: BCE y cálculos del BCE.

Nota: Este efecto se basa en el modelo descrito en el Anexo 1 del capítulo 4 de L. D. Papademos, y J. Stark, (eds.), *Enhancing monetary analysis*, BCE, Fráncfort del Meno, 2010.

4 Este modelo se presenta en el Anexo 1 del capítulo 4 de L. D. Papademos y J. Stark, (eds.), op. cit.

5 Este modelo se presenta en el capítulo 5 de L. D. Papademos y J. Stark, (eds.), op. cit.

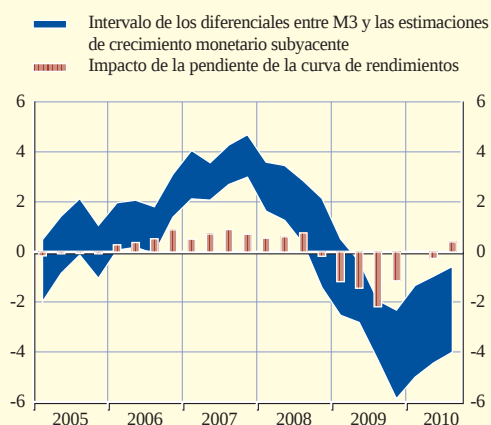
2009, los resultados del modelo DSGE, de orientación teórica, y del modelo BVAR, con base empírica, fueron muy similares también en términos cuantitativos (alcanzando el impacto en el modelo BVAR un máximo de unos 2,5 puntos porcentuales y alrededor de 2 puntos porcentuales en el modelo DSGE). En 2010, este impacto a la baja ha desaparecido, y la contribución al crecimiento de M3 pasó a ser ligeramente positiva en el tercer trimestre del año.

Conclusiones

La capacidad para identificar los factores determinantes del crecimiento general de M3 y de cuantificar su impacto en el tiempo es importante en la valoración de la expansión monetaria subyacente. El análisis presentado en este recuadro pone de manifiesto que el fortalecimiento del crecimiento interanual de M3 observado recientemente es resultado, en gran medida, de la desaparición gradual del impacto a la baja de la curva de rendimientos, y no debe esperarse que lleve a una mejora paralela de la expansión monetaria subyacente. No obstante, en estos momentos, aunque el ritmo de expansión monetaria subyacente es moderado, todavía se sitúa bastante por encima de la reducida tasa de crecimiento general de M3, como consecuencia del efecto de la curva de rendimientos lo que señala que los riesgos para la estabilidad de precios a medio plazo permanecen contenidos.

Gráfico E Impacto de la curva de rendimientos sobre el crecimiento interanual de M3 a partir de un modelo estructural

(puntos porcentuales)



Fuentes: BCE y cálculos del BCE.

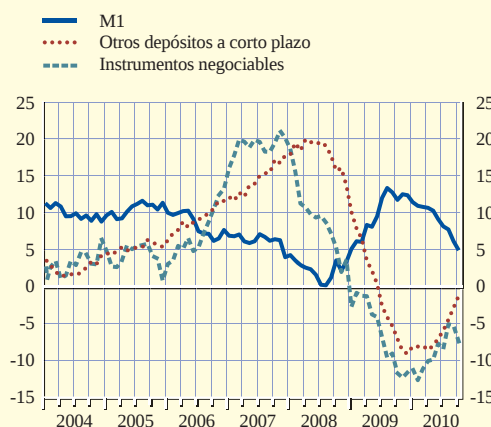
Nota: Este efecto se obtiene del modelo descrito en el capítulo 5 de L. D. Papademos y J. Stark, (eds.), *Enhancing monetary analysis*, BCE, Fráncfort del Meno, 2010.

PRINCIPALES COMPONENTES DE M3

La moderada evolución de la tasa de crecimiento interanual de M3 continúa ocultando movimientos significativos y divergentes en las tasas de crecimiento de sus principales componentes. La tasa de crecimiento interanual de M1 volvió a disminuir, si bien se mantuvo en niveles positivos, mientras que las tasas de crecimiento interanual de los depósitos a corto plazo distintos de los depósitos a la vista (es decir, M2 menos M1) y de los instrumentos negociables (esto es, M3 menos M2; véase gráfico 7) aumentaron en el tercer trimestre de 2010, aunque siguieron siendo negativas. Las tendencias observadas en M1 y en los depósitos a corto plazo distintos de los depósitos a la vista se mantuvieron en octubre, mientras que la tasa de crecimiento interanual de los instrumentos negociables pasó a ser más negativa (debido a las operaciones con el banco malo).

Gráfico 7 Principales componentes de M3

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



Fuente: BCE.

Cuadro I Cuadro resumen de variables monetarias

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

	Saldo vivo en porcentaje de M3 ¹⁾	Tasas de crecimiento interanual					
		2009 IV	2010 I	2010 II	2010 III	2010 Sep	2010 Oct
M1	49,5	12,3	11,3	10,3	7,9	6,2	4,9
Efectivo en circulación	8,3	7,5	6,2	6,4	6,6	6,0	5,8
Depósitos a la vista	41,2	13,3	12,4	11,1	8,1	6,2	4,8
M2 - M1 (= otros depósitos a corto plazo)	39,2	-7,6	-8,2	-8,0	-5,1	-2,8	-1,2
Depósitos a plazo hasta dos años	19,1	-22,0	-22,7	-21,5	-16,1	-12,1	-8,9
Depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses	20,1	15,8	13,3	10,3	8,3	7,9	7,3
M2	88,7	2,2	1,7	1,4	1,8	2,0	2,1
M3 - M2 (= instrumentos negociables)	11,3	-11,4	-11,7	-9,8	-6,7	-5,3	-7,4
M3	100,0	0,3	-0,2	-0,1	0,7	1,1	1,0
Crédito a residentes en la zona del euro		3,0	1,9	1,8	1,9	2,1	3,0
Crédito a las Administraciones Públicas		14,2	9,9	9,2	7,8	7,3	12,0
Préstamos a las Administraciones Públicas		3,1	3,7	6,7	6,5	7,7	13,2
Crédito al sector privado		0,9	0,3	0,2	0,6	0,9	1,0
Préstamos al sector privado		-0,6	-0,4	0,2	0,9	1,2	1,4
Préstamos al sector privado ajustados por ventas y titulaciones		0,3	-0,2	0,2	1,0	1,3	1,6
Pasivos financieros a más largo plazo (excluidos capital y reservas)		6,7	5,5	4,4	2,2	2,0	2,1

Fuente: BCE.

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

La tasa de crecimiento interanual de M1 disminuyó hasta el 7,9% en el tercer trimestre, desde el 10,3% observado el trimestre anterior, y volvió a descender en octubre, hasta situarse en el 4,9% (véase cuadro 1), a pesar de que los depósitos a la vista registraron una ligera entrada mensual.

La tasa de crecimiento interanual de los depósitos a corto plazo distintos de los depósitos a la vista aumentó hasta el -5,1% en el tercer trimestre, desde el -8% del trimestre anterior, antes de volver a acelerarse y situarse en el -1,2% en octubre. Este resultado continuó reflejando la evolución divergente de los distintos subcomponentes, ya que la tasa de crecimiento interanual de los depósitos a plazo hasta dos años se incrementó nuevamente de manera significativa, a pesar de permanecer en niveles negativos, mientras que la tasa de crecimiento interanual de los depósitos de ahorro a corto plazo siguió disminuyendo, aunque continuó siendo muy positiva.

En gran medida, el continuo estrechamiento de la brecha entre las tasas de crecimiento de M1 y de los depósitos a corto plazo distintos de los depósitos a la vista es reflejo de la evolución de los tipos de interés. Los tipos de interés de los depósitos a corto plazo y de los depósitos de ahorro a corto plazo han aumentado en los últimos meses, mientras que el tipo de interés de los depósitos a la vista se ha mantenido estable. Esta mayor inclinación de la pendiente de la curva de rendimientos a los plazos más cortos ha propiciado un cambio de los depósitos a la vista hacia otros depósitos de M3 mejor remunerados.

La tasa de crecimiento interanual de los instrumentos negociables aumentó hasta el -6,7% en el tercer trimestre, desde el -9,8% del segundo trimestre, antes de disminuir y situarse en el -7,4% en octubre. Excluyendo el efecto de las operaciones con el banco malo alemán, que afectaron principalmente a los valores distintos de acciones a corto plazo, la tasa de crecimiento interanual de los instrumentos negociables hubiera vuelto a mejorar en octubre con respecto al tercer trimestre. Sin embargo, aun así, estos activos hubieran registrado una salida mensual significativa en octubre, dado que los flujos mensuales derivados de las cesiones temporales y de las participaciones en fondos del mercado monetario también fueron negativos.

La tasa de crecimiento interanual de los depósitos de M3, que incluyen los depósitos a corto plazo y las cesiones temporales, y que constituyen el agregado monetario más amplio para el que se dispone de información fiable por sectores, volvió a aumentar en octubre, situándose en el 2,9%, desde el 2,2% y el 1,2% del tercer y segundo trimestres, respectivamente. Esta evolución estuvo impulsada por los intermediarios financieros no monetarios distintos de los fondos de pensiones y las empresas de seguros (OIF) y los hogares, cuyas contribuciones a la tasa de crecimiento interanual se incrementaron de forma apreciable durante este período (véase gráfico 8). En cambio, la contribución de las sociedades no financieras disminuyó en el tercer trimestre y se mantuvo sin variación en octubre.

El considerable incremento observado recientemente en la aportación de los hogares es reflejo, no solo del peso del sector en términos de tenencias totales de depósitos, sino también de su reacción un tanto retardada a los cambios en la configuración de los tipos de interés. La mayor contribución de los hogares al crecimiento de los depósitos de M3 obedece al significativo crecimiento de los flujos interanuales, que se debió principalmente al aumento de las entradas registradas en los depósitos de ahorro a corto plazo y a los flujos menos negativos de los depósitos a corto plazo. El repunte de las entradas en depósitos de ahorro a corto plazo refleja la subida de la remuneración de estos depósitos en relación con los depósitos a la vista. La evolución de los depósitos a corto plazo obedece a la mejora de su remuneración con respecto a otras categorías de depósitos.

PRINCIPALES CONTRAPARTIDAS DE M3

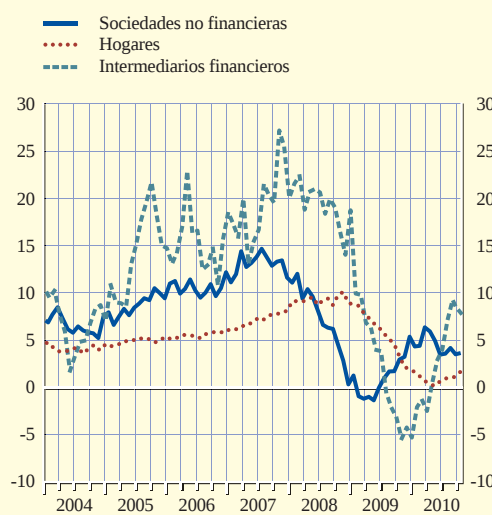
En cuanto a las contrapartidas de M3, la tasa de crecimiento interanual del crédito total concedido por las IFM a residentes en la zona del euro aumentó notablemente hasta situarse en el 3,0% en octubre de 2010, frente al 1,9% del tercer trimestre y el 1,8% del segundo trimestre (véase cuadro 1). El avance observado en octubre estuvo impulsado en su totalidad por el incremento de la tasa de crecimiento interanual del crédito de las IFM a las Administraciones Públicas, mientras que la del crédito al sector privado se mantuvo sin variación.

El considerable incremento observado en octubre en la tasa de crecimiento interanual del crédito de las IFM a las Administraciones Públicas estuvo impulsado, en gran medida, por las operaciones con el banco malo alemán. Por tanto, es probable que este avance solo signifique una interrupción temporal de los continuos descensos registrados en meses anteriores, que fueron consecuencia de la menor acumulación de valores de deuda pública por parte del sector de las IFM ante el aplanamiento de la curva de rendimientos.

La tasa de crecimiento interanual del crédito otorgado por las IFM al sector privado se mantuvo casi sin variación en septiembre y octubre, tras aumentar significativamente en agosto. La tasa de crecimiento

Gráfico 8 Depósitos a corto plazo y cesiones temporales

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



Fuente: BCE.

Nota: Sector IFM, excluido el Eurosistema.

interanual de los valores distintos de acciones del sector privado en manos de las IFM siguió disminuyendo, todavía como consecuencia de la disminución de las operaciones de titulización retenidas en los últimos meses. En cambio, la tasa de crecimiento interanual de las tenencias de acciones y otras participaciones por parte de las IFM se incrementó en octubre, tras descender en el tercer trimestre.

La tasa de crecimiento interanual de los préstamos otorgados por las IFM al sector privado —el principal componente del crédito a este sector— mantuvo su tendencia al alza, ascendiendo hasta el 1,4% en octubre, desde el 0,9% registrado en el tercer trimestre y el 0,2% del segundo trimestre (véase cuadro 1). Esta evolución avala la tesis de que la recuperación observada desde comienzos de año en la dinámica de los préstamos al sector privado continúa, aunque de forma gradual. El volumen de préstamos dados de baja de los balances de las IFM se incrementó en octubre, pero siguió siendo reducido. Por tanto, el ajuste por las operaciones de titulización continúa teniendo un impacto solo marginal en la tasa de crecimiento interanual de los préstamos de las IFM al sector privado, como ha sido el caso desde principios del 2010.

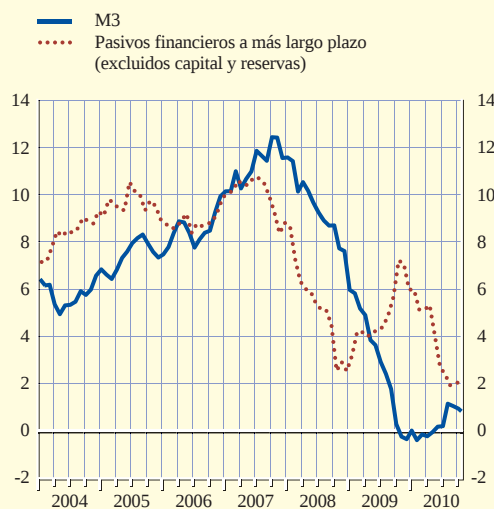
El aumento de la tasa de crecimiento interanual de los préstamos al sector privado observado en octubre obedeció al ligero incremento de la tasa de crecimiento interanual de los préstamos a los hogares, que ascendió hasta el 2,9%, mientras que la tasa de crecimiento interanual de los préstamos a las sociedades no financieras se mantuvo sin variación en el -0,6%. Al mismo tiempo, la tasa de crecimiento interanual de los préstamos a OIF volvió a subir en octubre, a pesar de que el flujo mensual fue negativo.

Los últimos datos confirman que la tasa de crecimiento interanual de los préstamos a los hogares se ha estabilizado en un nivel cercano al 3% desde junio de 2010. Esta evolución responde, sobre todo, a la tasa de crecimiento moderadamente positiva de los préstamos para adquisición de vivienda, que prácticamente no ha variado, pero también al hecho de que la tasa de crecimiento interanual del crédito al consumo continúa siendo negativa.

La tasa de crecimiento interanual de los préstamos otorgados a las sociedades no financieras ha ido siendo cada vez menos negativa desde el segundo trimestre de 2010, lo cual confirma que se está produciendo una recuperación gradual tras el punto de inflexión alcanzado a principios de año. En el tercer trimestre, los préstamos a las sociedades no financieras registraron el primer flujo trimestral positivo desde principios de 2009 (lo que fue generalizado en los distintos plazos). Este aumento del endeudamiento de estas sociedades podría deberse al crecimiento de la inversión empresarial y de las necesidades de gasto en un contexto de mejora de las expectativas de las empresas y de recuperación de la actividad. En octubre se registraron considerables salidas mensuales, que de nuevo fueron generalizadas en los distintos plazos, y la tasa de crecimiento interanual no volvió a aumentar. Sin embargo, esta situación obedeció, en gran parte, a la baja del balance de los préstamos relacionados con el plan del banco malo.

Gráfico 9 M3 y pasivos financieros a más largo plazo de las IFM

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



Fuente: BCE.

Con respecto a las demás contrapartidas de M3, la tasa de crecimiento interanual de los pasivos financieros a más largo plazo de las IFM (excluidos capital y reservas) disminuyó hasta el 2,2% en el tercer trimestre, desde el 4,4% del trimestre anterior, pero aumentó ligeramente en septiembre y octubre. Este incremento fue reflejo de las entradas en valores distintos de acciones a largo plazo de las IFM que mantiene el sector tenedor de dinero, tras las salidas registradas en mayo y junio debido a la intensificación de las tensiones en los mercados de deuda soberana de la zona del euro. En cambio, la tasa de crecimiento interanual de los depósitos a más largo plazo que obran en poder del sector tenedor de dinero se redujo nuevamente en octubre, como consecuencia de la disminución de los desplazamientos desde los depósitos de M3 hacia depósitos a más largo plazo, debido al aplanamiento de la curva de rendimientos.

Por último, en los activos exteriores netos de las IFM se registraron salidas interanuales medias por un importe de 11 mm de euros en el tercer trimestre de 2010, tras las significativas entradas del segundo y primer trimestres, cuyos importes medios ascendieron a 73 mm de euros y 168 mm de euros, respectivamente (véase gráfico 10). El descenso observado en la posición acreedora neta frente al exterior entre febrero y el tercer trimestre fue consecuencia de los flujos considerablemente menos negativos de los pasivos exteriores brutos, que compensaron con creces la importante disminución registrada en las salidas de activos exteriores brutos. Los activos exteriores netos de las IFM se redujeron significativamente en octubre, pero esta caída obedeció, principalmente, a las operaciones con el banco malo alemán, las cuales generaron salidas de préstamos y valores a no residentes en la zona del euro.

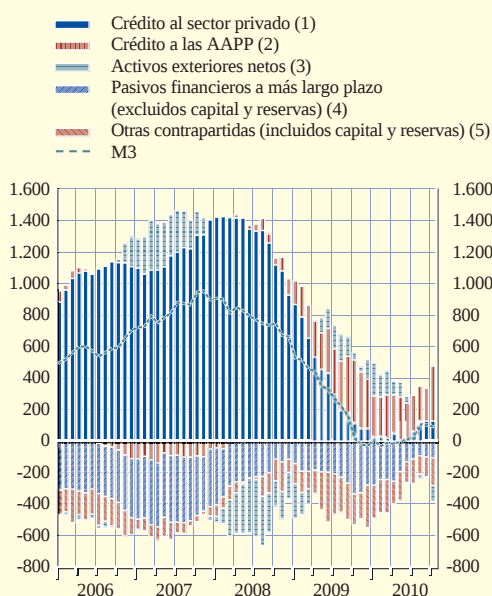
VALORACIÓN GENERAL DE LAS CONDICIONES DE LIQUIDEZ MONETARIA EN LA ZONA DEL EURO

Teniendo en cuenta la evolución de las brechas monetarias nominal y real, el volumen de liquidez monetaria en la zona del euro volvió a reducirse ligeramente en el tercer trimestre y en octubre de 2010 con respecto a sus elevados niveles (véanse gráficos 11 y 12). Estas medidas de las condiciones de liquidez deben interpretarse con cautela, ya que se basan en una evaluación de los saldos monetarios de equilibrio, que siempre es incierta y especialmente en estos momentos en el contexto de la crisis financiera. Ciertamente, las diferencias entre las distintas medidas de la brecha monetaria pueden tomarse como una indicación de la considerable incertidumbre existente en torno a las condiciones de liquidez en la zona del euro en la actual coyuntura. Pese a estas matizaciones, las medidas apuntan a una clara acumulación de liquidez monetaria en los últimos años, siendo poco probable que el período de crecimiento moderado de M3 observado desde finales de 2008 haya revertido por completo la liquidez previamente acumulada.

Las tasas de crecimiento interanual de M3 y de los préstamos al sector privado se han fortalecido progresivamente en los últimos meses, pero se mantienen en niveles relativamente reducidos en términos histó-

Gráfico 10 Contrapartidas de M3

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



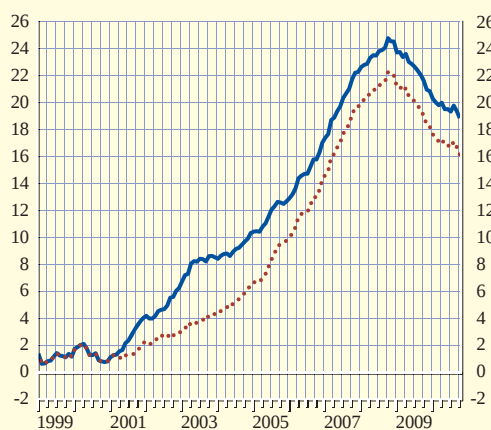
Fuente: BCE.

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

Gráfico 11 Estimaciones de la brecha monetaria nominal¹⁾

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

— Brecha monetaria nominal basada en M3 oficial
 Brecha monetaria nominal basada en M3 corregido por el impacto estimado de los desplazamientos de cartera²⁾



Fuente: BCE.

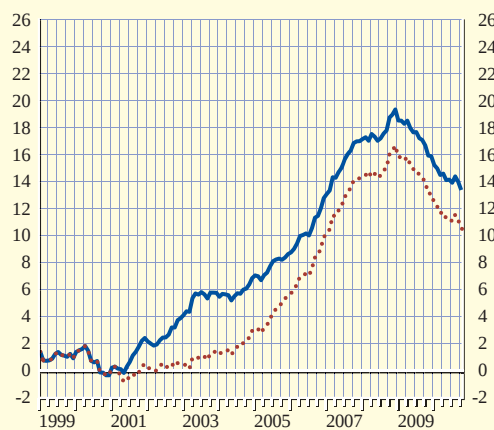
1) La brecha monetaria nominal se define como la diferencia existente entre el nivel efectivo de M3 y el nivel que correspondería a un crecimiento constante de este agregado monetario igual a su valor de referencia (4,5%), tomando diciembre de 1998 como período base.

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

Gráfico 12 Estimaciones de la brecha monetaria real¹⁾

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

— Brecha monetaria real basada en M3 oficial
 Brecha monetaria real basada en M3 corregido por el impacto estimado de los desplazamientos de cartera²⁾



Fuente: BCE.

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

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

ricos. La curva de rendimientos está teniendo un menor efecto moderador sobre el crecimiento de M3 y, por tanto, el crecimiento monetario general está más en consonancia con el ritmo de expansión monetaria subyacente que en trimestres anteriores (aunque se mantiene bastante por debajo de este). En conjunto, sigue siendo aplicable la valoración de que el crecimiento monetario subyacente es moderado y de que las presiones inflacionistas a medio plazo derivadas de la evolución monetaria permanecen contenidas.

2.2 INVERSIÓN FINANCIERA DE LOS SECTORES NO FINANCIEROS E INVERSORES INSTITUCIONALES

La tasa de crecimiento interanual de la inversión financiera total de los sectores no financieros se mantuvo sin cambios durante el segundo trimestre de 2010. Esta evolución encubre el descenso de la tasa de crecimiento interanual de la inversión del sector hogares, que se compensó en gran medida por el aumento de la tasa de crecimiento interanual de la inversión de las sociedades no financieras. Los flujos de entrada interanuales en participaciones en fondos de inversión volvieron a disminuir durante el tercer trimestre, debido sobre todo a efectos de base, pero también al aplanamiento de la curva de rendimientos. La tasa de crecimiento interanual de la inversión financiera de las empresas de seguros y los fondos de pensiones permaneció prácticamente sin variación en el segundo trimestre, como consecuencia de la moderación de la inversión de los sectores tenedores de dinero en reservas técnicas de seguro.

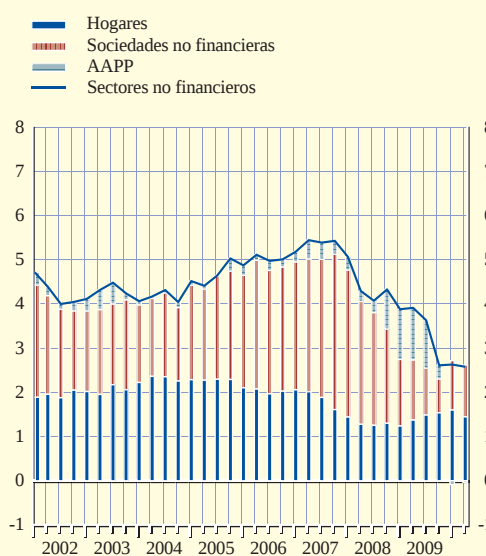
SECTORES NO FINANCIEROS

En el segundo trimestre de 2010 (el más reciente para el que se dispone de datos), la tasa de crecimiento interanual de la inversión financiera total de los sectores no financieros se mantuvo sin cambios, en el 2,6%, por tercer trimestre consecutivo, permaneciendo así en su nivel más bajo desde el comienzo de la tercera fase de la UEM (véase cuadro 2). Las contribuciones de la inversión en depósitos y en acciones no cotizadas prácticamente no variaron con respecto al trimestre anterior. La aportación de la inversión en valores distintos de acciones aumentó, partiendo de un nivel negativo, mientras que la contribución de la inversión en acciones y otras participaciones, en participaciones en fondos de inversión y en productos de seguro y pensiones cayó desde niveles positivos.

El hecho de que la tasa de crecimiento interanual de la inversión financiera total no variara en el segundo trimestre de 2010 responde a que las contribuciones de los distintos sectores no financieros permanecieron prácticamente sin cambio (véase gráfico 13). La aportación del sector hogares descendió ligeramente, tras haber aumentado constantemente durante los cuatro trimestres anteriores, mientras que la de las sociedades no financieras fue levemente

Gráfico 13 Inversión financiera de los sectores no financieros

(tasas de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales)



Fuente: BCE.

Cuadro 2 Inversión financiera de los sectores no financieros de la zona del euro

	Saldo vivo, en porcentaje de los activos financieros ¹⁾	Tasas de crecimiento interanual									
		2008 I	2008 II	2008 III	2008 IV	2009 I	2009 II	2009 III	2009 IV	2010 I	2010 II
Inversión financiera	100	5,1	4,3	4,1	4,3	3,9	3,7	3,6	2,6	2,6	2,6
Efectivo y depósitos	23	6,6	5,5	5,8	7,0	7,3	6,9	6,0	3,6	2,1	2,1
Valores distintos de acciones, excluidos derivados financieros	6	4,3	3,5	3,7	5,8	5,1	2,3	-0,2	-3,8	-5,1	-2,4
De los cuales: A corto plazo	1	22,7	15,6	0,1	10,3	-12,4	-17,9	-20,1	-27,6	-22,2	-16,7
De los cuales: A largo plazo	5	1,5	1,6	4,4	5,0	8,3	5,8	3,1	0,3	-2,4	-0,4
Acciones y otras participaciones, excluidas participaciones en fondos de inversión	28	3,8	3,3	3,1	3,9	4,3	4,7	4,6	2,9	2,5	1,8
De las cuales: Acciones cotizadas	6	4,1	4,6	4,7	3,2	4,3	4,1	5,9	6,7	7,2	3,2
De las cuales: Acciones no cotizadas y otras participaciones	22	3,7	2,8	2,5	4,2	4,3	4,9	4,2	1,9	1,5	1,5
Participaciones en fondos de inversión	5	-4,4	-5,5	-5,4	-6,5	-5,5	-4,6	-2,3	1,0	0,7	-0,4
Reservas técnicas de seguro	15	4,2	3,7	3,4	2,8	2,9	3,4	3,9	4,9	5,4	5,1
Otros ²⁾	23	9,5	8,6	7,4	6,1	2,4	2,6	2,2	1,9	3,9	4,2
M3 ³⁾		10,1	9,7	8,7	7,6	5,2	3,6	1,8	-0,3	-0,1	0,2

Fuente: BCE.

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

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

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

superior a la del trimestre anterior. La contribución de las Administraciones Públicas se mantuvo ligeramente negativa, dado que su mayor inversión en depósitos y los préstamos otorgados se compensaron, en gran medida, con reducciones de las tasas de crecimiento interanual de la inversión en acciones y otras participaciones y en valores distintos de acciones. Para obtener información más detallada sobre la evolución de la inversión financiera del sector privado, véanse las secciones 2.6 y 2.7.

INVERSORES INSTITUCIONALES

Las nuevas estadísticas armonizadas de la zona del euro sobre fondos de inversión indican que los flujos interanuales de entrada en participaciones en fondos de inversión (excluidos los fondos del mercado monetario) se redujeron hasta situarse en 348 mm de euros en el tercer trimestre de 2010, frente a los 461 mm de euros del trimestre anterior. Su tasa de crecimiento interanual disminuyó hasta el 7,1%, desde el 10,2%. Este descenso de las entradas interanuales obedeció, principalmente, a un efecto de base (tras una cuantiosa adquisición de participaciones en fondos de inversión por parte de fondos de pensiones de los Países Bajos en el tercer trimestre de 2009¹), pero también al aplanamiento de la curva de rendimientos y a la intensificación de las tensiones en los mercados de deuda soberana, que redujeron el incentivo para desplazar fondos desde activos monetarios más líquidos y seguros hacia activos a más largo plazo y de mayor riesgo.

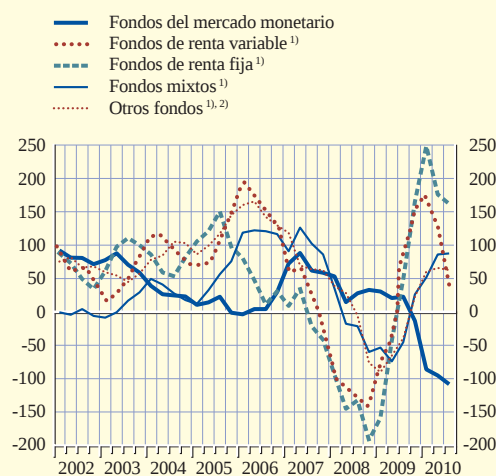
El desglose por política de inversión muestra que el descenso de los flujos de entrada interanuales en participaciones en fondos de inversión durante el tercer trimestre de 2010 refleja, principalmente, menores entradas interanuales en fondos de renta variable y, en menor medida, en fondos de renta fija (véase gráfico 14). Los flujos de entrada interanuales en fondos mixtos y otros fondos permanecieron prácticamente sin variación con respecto al trimestre anterior. Tras esta última disminución, los flujos de entrada interanuales en fondos de renta variable fueron inferiores a las entradas en fondos mixtos y otros fondos, mientras que los flujos de entrada interanuales en fondos de renta fija continuaron siendo más elevados. Los fondos del mercado monetario volvieron a registrar importantes flujos de salida en términos interanuales durante el tercer trimestre, reflejando el considerable coste de oportunidad de mantener estos instrumentos, dado el reducido nivel de los tipos de interés a corto plazo (que constituyen la referencia de estos fondos).

La evolución intertrimestral pone de manifiesto el impacto ocasionado por el aplanamiento de la curva de rendimientos y por la evolución de los mercados de deuda soberana en la demanda de participaciones en fondos de inversión. Los flujos de entrada trimestrales en participaciones en fondos de inversión (excluidos los fondos del mercado monetario) ascendieron a un total de 70 mm de euros en el tercer trimestre de 2010 (con arreglo a datos sin desestacionalizar). Aunque estos niveles marcan una recuperación, tras la redu-

1 En julio de 2009, fondos de pensiones de los Países Bajos adquirieron participaciones en fondos de inversión por un valor superior a 97 mm de euros.

Gráfico 14 Flujos netos anuales de entrada en fondos del mercado monetario y en fondos de inversión

(mm de euros)



Fuentes: BCE y EFAMA.

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

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

cida entrada de 28 mm de euros en el trimestre anterior, siguen siendo mucho más bajos que los observados en el primer trimestre de 2010 y en el cuarto trimestre de 2009. Esta recuperación fue generalizada en todas las categorías, excepto la de «otros fondos». Sin embargo, su factor determinante fue, principalmente, el aumento de los flujos de entrada en fondos de renta fija, cuando las tensiones en los mercados de deuda soberana se suavizaron ligeramente. Los flujos de entrada en fondos de renta variable pasaron a ser levemente positivos en el tercer trimestre, tras experimentar salidas significativas en el trimestre anterior. No obstante, se mantuvo la debilidad de los flujos de entrada, como reflejo de la continua incertidumbre existente en los mercados en torno a la fortaleza de la recuperación económica. Los fondos mixtos registraron flujos de entrada más elevados que en el trimestre precedente, mientras que los flujos de otros fondos se tornaron ligeramente negativos.

La tasa de crecimiento interanual de la inversión financiera total realizada por las empresas de seguros y los fondos de pensiones permaneció prácticamente sin variación, en el 5,1%, en el segundo trimestre (véase gráfico 15). Esta evolución enmascara un importante incremento en la contribución de la inversión en valores distintos de acciones, que fue contrarrestado por un descenso significativo de la aportación de la inversión en participaciones en fondos de inversión. Esta disminución se debió, principalmente, al citado efecto de base y, en menor medida, a la moderada inversión en este tipo de activo durante el segundo trimestre. La contribución negativa de la inversión en acciones cotizadas se mantuvo sin cambios.

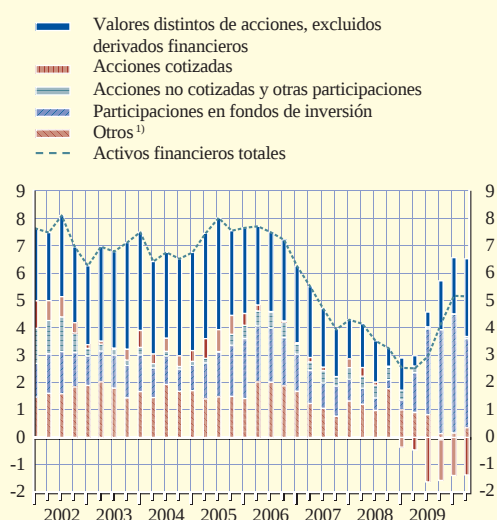
La tasa de crecimiento interanual de la inversión financiera total de las empresas de seguros y los fondos de pensiones permaneció prácticamente sin variación, como consecuencia de la moderación de la inversión del sector tenedor de dinero en reservas técnicas de seguro, que resultó visible en el pasivo de su balance. A este respecto, conviene señalar que los flujos de entrada trimestrales en las reservas técnicas de seguro durante el segundo trimestre de 2010 representaron solo alrededor de la mitad del volumen observado en el trimestre anterior.

2.3 TIPOS DE INTERÉS DEL MERCADO MONETARIO

Los tipos de interés del mercado monetario aumentaron en el período comprendido entre septiembre y diciembre de 2010, con un grado de volatilidad que permaneció elevado, especialmente en el segmento de mercado con garantías. Los diferenciales entre los tipos sin garantías y con garantías también fueron volátiles. En cierta medida, esta evolución reflejó las renovadas tensiones en los mercados financieros asociadas a los temores en torno la sostenibilidad de las finanzas públicas en algunos países de la zona del euro, pese a la persistencia de unas condiciones de abundancia de liquidez.

Gráfico 15 Inversión financiera de las empresas de seguros y los fondos de pensiones

(tasas de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales)

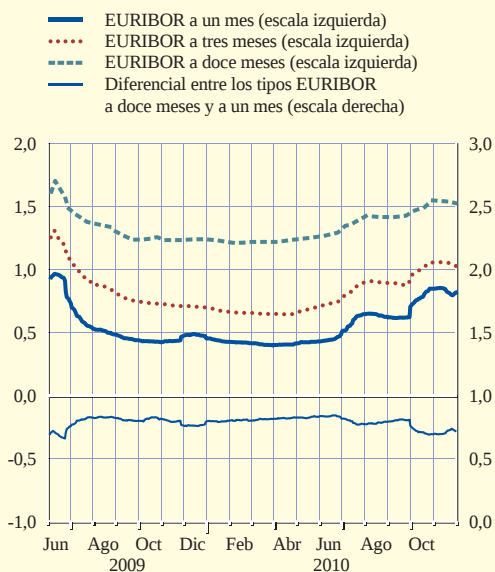


Fuente: BCE.

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

Gráfico 16 Tipos de interés del mercado monetario

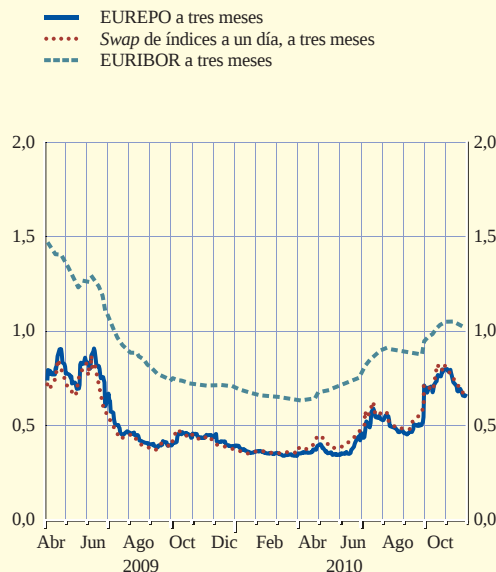
(en porcentaje; diferencial en puntos porcentuales; datos diarios)



Fuentes: BCE y Reuters.

Gráfico 17 EUREPO, EURIBOR y swap de índices a un día, a tres meses

(en porcentaje; datos diarios)



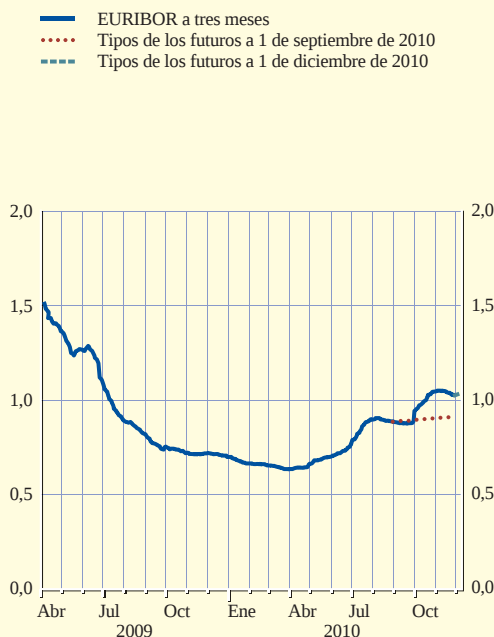
Fuentes: BCE, Bloomberg y Reuters.

A pesar del descenso observado recientemente en los tipos *swap* del EONIA, los tipos de interés de los depósitos sin garantías aumentaron en todos los plazos de vencimiento durante los tres últimos meses. El 1 de diciembre de 2010, los tipos EURIBOR a un mes, a tres meses, a seis meses y a doce meses se situaban en el 0,81%, el 1,03%, el 1,26% y el 1,53%, respectivamente, esto es, 19, 14, 12 y 12 puntos básicos, respectivamente, por encima de los niveles observados el 1 de septiembre de 2010. En total, 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, registró un descenso de 5 puntos básicos en ese período, situándose en 72 puntos básicos el 1 de diciembre (véase gráfico 16).

Los tipos de interés del mercado monetario con garantías, como el EUREPO o los tipos derivados de los *swaps* del EONIA (véase gráfico 17), han experimentado cierta volatilidad desde principios de mayo de 2010. Este período puede dividirse en tres partes: los tipos *swap* del EONIA aumentaron por lo general hasta finales de julio, invirtiéndose esta tendencia entre julio y septiembre, momento a partir del cual volvieron a incrementarse. Actualmente se sitúan en niveles que siguen siendo reducidos, pero que están claramente por encima de los registrados en el último trimestre de 2009 y el primer trimestre de 2010. El tipo *swap* del EONIA a tres meses se situó en el 0,7% el 1 de diciembre, alrededor de 21 puntos básicos por encima del nivel registrado el 1 de septiembre. En consecuencia, el diferencial entre este tipo de interés y el correspondiente EURIBOR sin garantías se redujo desde los 39 puntos básicos del 1 de septiembre hasta los 33 puntos básicos del 1 de diciembre. En general, este diferencial, pese a su estrechamiento, sigue siendo relativamente amplio en comparación con los niveles existentes en el primer trimestre de 2010 (véase gráfico 17). La evolución observada hacia el final del período de referencia reflejó, en parte, las recientes tensiones relacionadas con los renovados temores de los participantes en los mercados financieros en torno a la sostenibilidad de las finanzas públicas en algunos países de la zona del euro, pese a la persistencia de unas condiciones de abundante liquidez.

Gráfico 18 Tipos de interés a tres meses y tipos de interés de los futuros en la zona del euro

(en porcentaje; datos diarios)

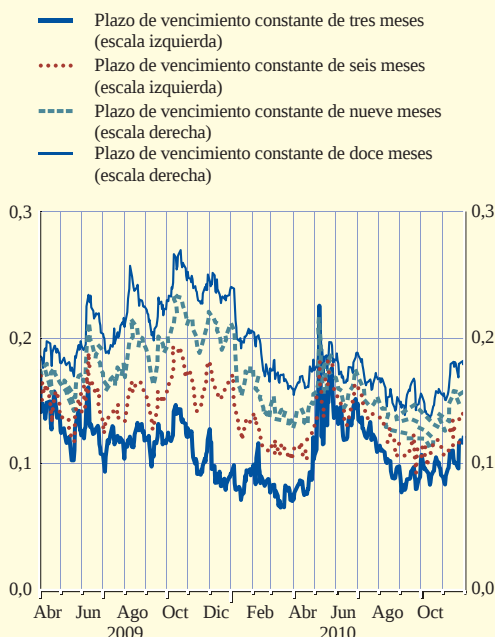


Fuente: Reuters.

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

Gráfico 19 Volatilidad implícita de las opciones sobre futuros del EURIBOR a tres meses con plazo de vencimiento constante

(en porcentaje; datos diarios)



Fuentes: Reuters y cálculos del BCE.

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

El 1 de diciembre, 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 y junio de 2011 se situaron en el 1,05%, el 1,15% y el 1,24%, respectivamente, lo que representa aumentos de unos 13, 19 y 23 puntos básicos, respectivamente, en comparación con los niveles observados el 1 de septiembre (véase gráfico 18). Las volatilidades implícitas obtenidas de las opciones sobre futuros del EURIBOR a tres meses con plazo de vencimiento constante de tres, seis, nueve y doce meses se han incrementado en los tres últimos meses, invirtiendo la tendencia a la baja que comenzó en octubre de 2009 (véase gráfico 19). Las volatilidades implícitas de los tipos de interés del mercado monetario a plazos más largos han aumentado también durante los tres últimos meses.

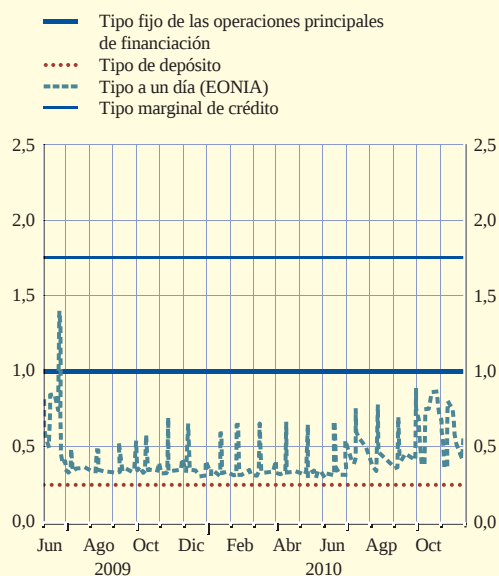
Si se considera el vencimiento a un día, la volatilidad del EONIA ha aumentado. Desde octubre de 2010, este índice ha comenzado el período de mantenimiento en niveles relativamente elevados, antes de caer de forma acusada muy por debajo del 0,50%, y posteriormente ha repuntado el último día del período de mantenimiento debido a las operaciones de absorción de liquidez. Esta trayectoria refleja el vencimiento, el 30 de septiembre, de la segunda operación de financiación a plazo más largo con vencimiento a un año. El 1 de diciembre, el EONIA se situó en el 0,468% (véase gráfico 20).

En el período de referencia, el BCE siguió prestando apoyo a los mercados monetarios realizando algunas operaciones para inyectar liquidez con vencimiento a una semana, un período de manteni-

miento y tres meses. Las operaciones de inyección de liquidez del Eurosistema se llevaron a cabo aplicando procedimientos de subasta a tipo de interés fijo con adjudicación plena. Asimismo, el BCE llevó a cabo operaciones semanales 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%. Con estas operaciones de absorción de liquidez, el BCE adjudicó un volumen que se corresponde con el importe de las adquisiciones efectuadas en el marco del Programa para los Mercados de Valores, que ascendía a 67 mm de euros a 1 de diciembre (véase recuadro 3). La liquidez en la zona del euro continúa siendo abundante y se está absorbiendo mediante un significativo recurso diario a la facilidad de depósito y operaciones de ajuste a una semana para esterilizar las adquisiciones realizadas en el marco del Programa para los Mercados de Valores.

Gráfico 20 Tipos de interés del BCE y tipo de interés a un día

(en porcentaje; datos diarios)



Fuentes: BCE y Reuters.

Recuadro 3

SITUACIÓN DE LIQUIDEZ Y OPERACIONES DE POLÍTICA MONETARIA EN EL PERÍODO COMPRENDIDO ENTRE EL 11 DE AGOSTO Y EL 9 DE NOVIEMBRE DE 2010

En este recuadro se describe la gestión de la liquidez realizada por el BCE durante los tres períodos de mantenimiento de reservas que finalizaron el 7 de septiembre, el 12 de octubre y el 9 de noviembre de 2010. Durante ese tiempo, todas las operaciones de financiación siguieron realizándose mediante procedimientos de subasta a tipo de interés fijo con adjudicación plena. Prosiguió la normalización gradual de las operaciones de política monetaria, venciendo el 30 de septiembre la primera de las dos operaciones de financiación a más largo plazo (OFPML) a un año restantes. El 2 de septiembre, el Consejo de Gobierno del BCE decidió que todas las operaciones principales de financiación (OPF), las operaciones de financiación a plazo especial con vencimiento de un período de mantenimiento y las OFPML a tres meses se ejecutarían mediante procedimientos de subasta a tipo de interés fijo con adjudicación plena, como mínimo hasta el final del período de mantenimiento comprendido entre el 8 de diciembre de 2010 y el 18 de enero de 2011.

El Programa para los Mercados de Valores (SPM, en sus siglas en inglés), anunciado el 10 de mayo de 2010, siguió aplicándose en paralelo con operaciones de absorción de liquidez semanales con vencimiento a una semana, encaminadas a esterilizar la provisión de liquidez adicional derivada de dicho Programa.

Necesidades de liquidez del sistema bancario

En los tres períodos de mantenimiento considerados, las necesidades diarias agregadas de liquidez del sistema bancario —definidas como la suma de los factores autónomos, las exigencias de reservas y el exceso de reservas (es decir, los saldos en cuenta corriente por encima de las exigencias de reservas)— ascendieron, en promedio, a 550,2 mm de euros, lo que representa un descenso de 33,8 mm de euros con respecto a la media de los tres períodos de mantenimiento anteriores.

Este descenso se debió, principalmente, a una caída de 34,2 mm de euros del valor medio de los factores autónomos, que se situaron en 335,7 mm de euros. Dicha caída se compensó ligeramente con un aumento de 0,5 mm de euros en el valor medio de las exigencias de reservas, que ascendieron a 213,2 mm de euros. El exceso de reservas diario se situó, en promedio, en 1,3 mm de euros, sin variaciones con respecto a los tres períodos de mantenimiento anteriores (véase gráfico A).

Oferta de liquidez

En los tres períodos de mantenimiento considerados, la liquidez total proporcionada a través de operaciones de mercado abierto ascendió, en promedio, a 620,6 mm de euros. Las operaciones de refinanciación aportaron un promedio de 558,1 mm de euros, mientras que el programa de adquisiciones de bonos garantizados, cuyas adquisiciones concluyeron el 30 de junio de 2010, contribuyó con 61 mm de euros y, junto con el Programa para los Mercados de Valores, proporcionó, en promedio, 123,2 mm de euros. Durante el período considerado, se absorbió liquidez por un total de 66,7 mm de euros a través de operaciones de ajuste.

Las operaciones principales de financiación a una semana ascendieron, en promedio, a 166,7 mm de euros, mientras que las operaciones de financiación especiales con plazo de un período de mantenimiento se situaron, en promedio, en 42,7 mm de euros. El volumen total de las OFPML vivas a

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

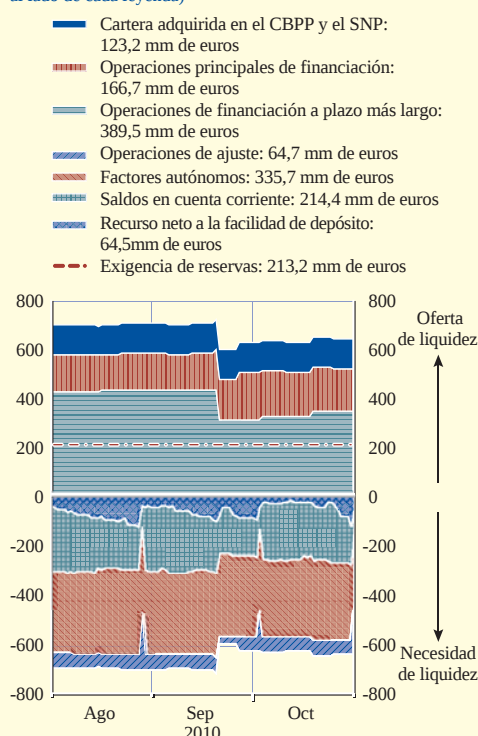
((mm de euros; nivel medio en cada período de mantenimiento))



Fuente: BCE.

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

((mm de euros; las medias diarias del período completo se muestran al lado de cada leyenda))



Fuente: BCE.

tres meses, seis meses y un año se redujo hasta situarse en 298,1 mm de euros el 9 de noviembre, en comparación con 392,6 mm de euros el 11 de agosto. Este descenso es atribuible a las OFPML que vencieron el 30 de septiembre y el 28 de octubre (véase gráfico B).

El 30 de septiembre vencieron tres OFPML, una a tres meses, una a seis meses y una a un año, por un importe total de 224,7 mm de euros. De ese importe solo se renovaron 133,4 mm de euros en dos nuevas operaciones de financiación —con vencimientos a seis días y tres meses— que se liquidaron ese mismo día. El 28 de octubre, se substituyó una OFPML con vencimiento a tres meses, por importe de 23,2 mm de euros, por una OFPML a tres meses por importe de 42,5 mm de euros.

El 1 de octubre, el importe de las adquisiciones liquidadas en el marco del Programa para los Mercados de Valores se situó en 63,3 mm de euros, frente a los 60,3 mm de euros registrados el 6 de agosto. En las tres primeras semanas de octubre no se liquidaron adquisiciones y, al 5 de noviembre, el importe de las adquisiciones liquidadas ascendía a 64 mm de euros. Al mismo tiempo, aumentaron también las operaciones semanales de absorción de la liquidez proporcionada por el Programa para los Mercados de Valores, operaciones que permitieron drenar, en promedio, 63,8 mm de euros.

La liquidez absorbida mediante operaciones de ajuste a plazo de un día el último día de cada período de mantenimiento ascendió, en promedio, a 148,4 mm de euros, frente a un promedio de 255,4 mm de euros en los tres períodos de mantenimiento anteriores.

Uso de las facilidades permanentes

El nuevo descenso de la oferta de liquidez tras el vencimiento de las tres OFPLM el 30 de septiembre se tradujo en un menor recurso a la facilidad de depósito¹. Si bien, el recurso neto² a esta facilidad se situó, en promedio, en 83,1 mm de euros en el período de mantenimiento que finalizó el 7 de septiembre, se redujo hasta 41,1 mm de euros en el período de mantenimiento que finalizó el 9 de noviembre.

Tipos de interés

Los tipos de interés oficiales del BCE no han experimentado variaciones desde el 13 de mayo de 2009, situándose el tipo de interés de las operaciones principales de financiación en el 1%, el de la facilidad marginal de crédito en el 1,75% y el de la facilidad de depósito en el 0,25%.

Dado que la situación de liquidez seguía siendo holgada al inicio de los períodos de mantenimiento considerados, el EONIA se mantuvo muy por debajo del tipo de las operaciones principales de finan-

Gráfico C El EONIA y los tipos de interés del BCE

(tipos de interés diarios, en porcentaje)



Fuente: BCE.

1 El recurso neto a la facilidad de depósito es igual a la diferencia entre el recurso a la facilidad de depósito y el recurso a la facilidad marginal de crédito.
2 El recurso neto medio a la facilidad de depósito incluye los fines de semana.

ciación, situándose, en promedio, en el 0,43% en el período de mantenimiento que finalizó el 7 de septiembre y en el 0,48% en el período de mantenimiento siguiente. Con el vencimiento, el 30 de septiembre, de las tres OFPML y el consiguiente descenso de la oferta de liquidez, el EONIA comenzó a aumentar de forma acusada, desplazándose hacia el tipo de interés de las OPF, y se situó, en promedio en el 0,71% en el período de mantenimiento que finalizó el 9 de noviembre.

2.4 MERCADOS DE RENTA FIJA

En comparación con los niveles de finales de agosto de 2010, el rendimiento de la deuda pública a largo plazo con calificación crediticia AAA de la zona del euro y de Estados Unidos aumentó en torno a 65 y 50 puntos básicos, respectivamente, en el período transcurrido hasta el 1 de diciembre. En la zona del euro, el rendimiento real de la deuda pública a largo plazo se elevó también de forma significativa, posible reflejo del impulso positivo subyacente de la recuperación económica. Los indicadores de expectativas de inflación a largo plazo de los mercados financieros descendieron moderadamente. Al mismo tiempo, el incremento de las tensiones en los mercados de deuda soberana de la zona del euro contribuyó a elevar los diferenciales de algunos emisores soberanos de la zona hasta nuevos máximos. Los diferenciales de deuda emitida por sociedades no financieras e instituciones financieras experimentaron escasas variaciones en el conjunto del período considerado, aunque los diferenciales de renta fija emitida por instituciones financieras se ampliaron de forma apreciable en el transcurso del mes de noviembre.

Desde finales de agosto de 2010, en la zona del euro el rendimiento de la deuda pública a diez años con calificación crediticia AAA ha aumentado, en general, unos 65 puntos básicos, hasta situarse en el 3,1% el 1 de diciembre (véase gráfico 21). En Estados Unidos, el rendimiento de los bonos a largo plazo registró un menor descenso, de unos 50 puntos básicos, situándose en el 3% en el mismo período. En consecuencia, el diferencial de rendimiento nominal a diez años entre la deuda pública de Estados Unidos y la de la zona del euro cayó, desde 10 puntos básicos hasta cerca de -10 puntos básicos. En Japón, el rendimiento de la deuda pública a diez años aumentó 20 puntos básicos, hasta situarse en el 1,2% el 1 de diciembre.

La incertidumbre de los inversores respecto a la evolución a corto plazo de los mercados de renta fija, medida por la volatilidad implícita obtenida de las opciones sobre acciones, creció tanto en la zona del euro como en Estados Unidos. Desde comienzos de noviembre se han venido observando aumentos particularmente pronunciados de esta medida de la incertidumbre de los mercados de renta fija a ambos lados del Atlántico.

En los tres últimos meses, en la evolución del rendimiento de los bonos estadounidenses a largo

Gráfico 21 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.

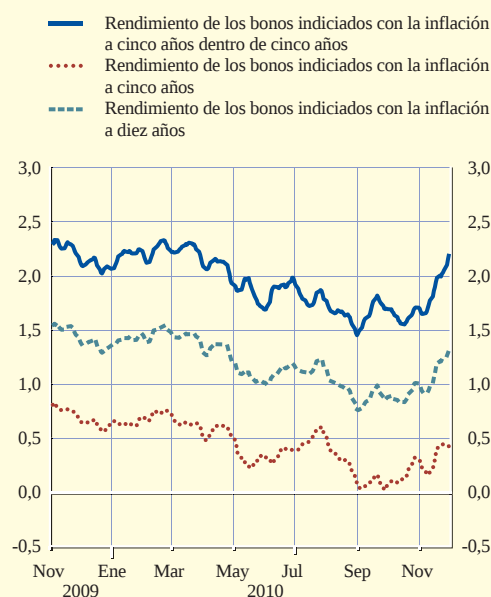
plazo ha influido la publicación de datos macroeconómicos contradictorios, aunque generalmente positivos. Al mismo tiempo, los participantes en el mercado se mostraron escépticos respecto a la fortaleza y sostenibilidad de la recuperación económica de Estados Unidos. Además, el cambio en la percepción por parte de los inversores acerca de la naturaleza, la amplitud y el momento en que se aplicarían nuevas medidas cuantitativas de relajación contribuyó, probablemente, a incrementar la volatilidad del mercado de bonos estadounidenses. El 3 de noviembre, el Comité de Operaciones de Mercado Abierto de la Reserva Federal decidió adquirir una cantidad adicional de valores a largo plazo del Tesoro de los Estados Unidos por importe de 600 mm de dólares en el período a transcurrir hasta el final del segundo trimestre de 2011. El mercado reaccionó inicialmente de forma moderada a este anuncio, ya que venía anticipando esta noticia. Dado que persistía la incertidumbre de los inversores y de los analistas del mercado respecto a la eficacia del programa de adquisiciones, la volatilidad del rendimiento de los bonos estadounidenses a largo plazo volvió a aumentar en noviembre.

En la zona del euro, el rendimiento de la deuda soberana a largo plazo con calificación crediticia AAA se situó a finales de agosto, en torno al 2,4%, nivel muy bajo en términos históricos. En los tres últimos meses, el rendimiento de la deuda pública ha mostrado una clara tendencia al alza, mientras que las fluctuaciones registradas durante el período han sido menos acusadas que las de los correspondientes bonos estadounidenses. En general, el incremento del rendimiento de la deuda pública a largo plazo de la zona del euro parece reflejar el impulso positivo subyacente de la recuperación económica de la zona. Esta interpretación se ve confirmada por el hecho de que el rendimiento real de la deuda pública a largo plazo de la zona del euro ha aumentado también de forma significativa, tanto a medio como a largo plazo. Al igual que el rendimiento nominal, el rendimiento real de la deuda pública a largo plazo se situó en niveles históricamente bajos a finales de agosto, siendo así que la deuda pública a cinco años rondó el cero. Desde entonces, el rendimiento se ha elevado unos 40 puntos básicos, hasta situarse en el 0,4% a principios de diciembre. El rendimiento real de la deuda pública a diez años de la zona del euro aumentó 65 puntos básicos, igualando aproximadamente el incremento del correspondiente rendimiento nominal y situándose en el 1,4% al final del período analizado. Al aumentar la pendiente de la curva de rendimientos reales, el rendimiento *forward* de los bonos a cinco años dentro de cinco años indicados con la inflación se elevó, desde el 1,4% registrado a finales de agosto hasta el 2,3% observado a primeros de diciembre (véase gráfico 22).

En comparación con la deuda soberana a largo plazo con calificación crediticia AAA, el rendimiento de la deuda soberana con una calificación más baja de la zona del euro registró aumentos mucho más pronunciados y una volatilidad mucho mayor durante el mismo período. El rendimiento de la deuda pública a diez años de Irlanda, Portugal y España se elevó 305, 130 y 125 puntos básicos, respectivamente. En Italia y Grecia se registraron aumentos mucho menores, de

Gráfico 22 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.

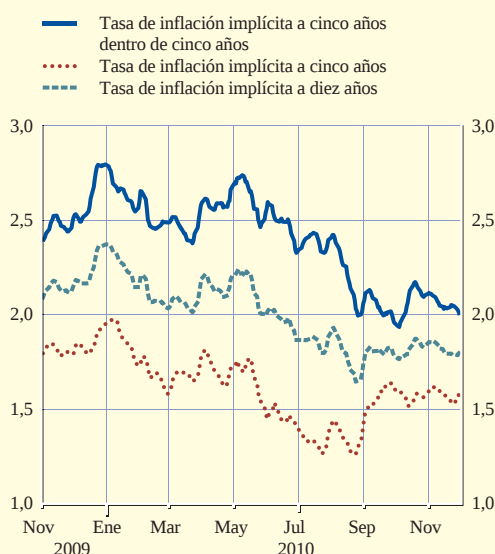
unos 70 y 50 puntos básicos, respectivamente. El 1 de diciembre, los diferenciales con respecto a los bonos alemanes se situaron en 910 puntos básicos para Grecia, 605 para Irlanda, 400 para Portugal, 260 para España y 170 para Italia. Durante el período examinado, los analistas del mercado centraron primero su atención en Grecia, al surgir dudas acerca del cumplimiento de los objetivos de déficit presupuestario de ese país. Desde finales de octubre, Irlanda ha atraído crecientemente la atención, ya que ha ido creciendo la inquietud de los inversores respecto a la presión fiscal asociada al apoyo prestado por el Gobierno irlandés a su sector financiero. El 28 de noviembre se anunció el acuerdo de prestar ayuda financiera a Irlanda, pero el clima de los mercados se deterioró aún más. Los diferenciales de deuda soberana irlandesa volvieron a ampliarse, aunque se estrecharon luego de forma apreciable entre el 30 de noviembre y el 1 de diciembre. Los diferenciales de deuda soberana de otros países de la zona del euro mostraron un patrón similar.

En comparación con su nivel de finales de agosto, la tasa de inflación implícita *spot* a diez años se elevó ligeramente en el período considerado, mientras que la tasa a cinco años, que refleja las expectativas de inflación y las correspondientes primas de riesgo a medio plazo, aumentó de forma más significativa, en torno a 20 puntos básicos (véase gráfico 23). El 1 de diciembre, las tasas de inflación implícitas *spot* a cinco y diez años se situaron en el 1,6% y el 1,8%, respectivamente. Este moderado aplanamiento de la curva de las tasas de inflación implícitas *spot* supuso un ligero descenso, de 10 puntos básicos, de la tasa de inflación implícita *forward* a cinco años dentro de cinco años, hasta el 2%. En la misma fecha, la correspondiente medida derivada de los *swaps* indicados con la inflación se elevó ligeramente, hasta el 2,2%.

En comparación con finales de agosto, las expectativas de los inversores respecto a la evolución futura de los tipos de interés a corto plazo de la zona del euro y de las correspondientes primas de riesgo han experimentado un desplazamiento al alza en todos los plazos, mientras que los tipos

Gráfico 23 Tasas de inflación implícitas de cupón cero de la zona del euro

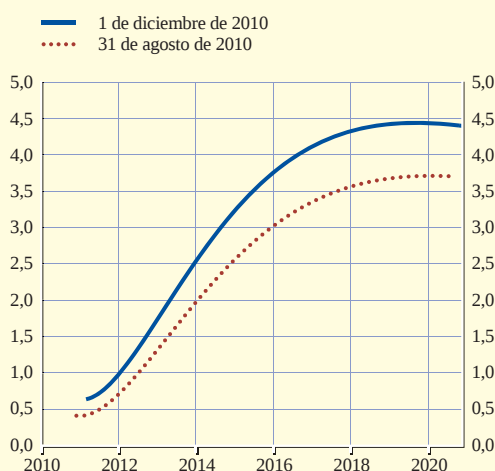
(porcentaje; medias móviles de cinco días de datos diarios; datos desestacionalizados)



Fuentes: Reuters y cálculos del BCE.

Gráfico 24 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.

forward han registrado aumentos mucho más pronunciados en los plazos más largos de la estructura temporal (véase gráfico 24).

Los diferenciales de renta fija privada de alta calidad emitida por sociedades no financieras permanecieron relativamente estables en los dos primeros meses del período de referencia, mientras que han venido aumentando ligeramente desde principios de noviembre. Así pues, no parecen haberse producido, en general, contagios potencialmente adversos de las recientes tensiones observadas en los mercados de deuda soberana a las condiciones de financiación existentes en el mercado para las sociedades no financieras. Los diferenciales de renta fija emitida por instituciones financieras experimentaron también escasos cambios en el conjunto del período analizado. Sin embargo, registraron aumentos apreciables en noviembre, probable reflejo de la preocupación de los inversores respecto a la exposición de las entidades de crédito a las tenencias de deuda soberana.

2.5 MERCADOS DE RENTA VARIABLE

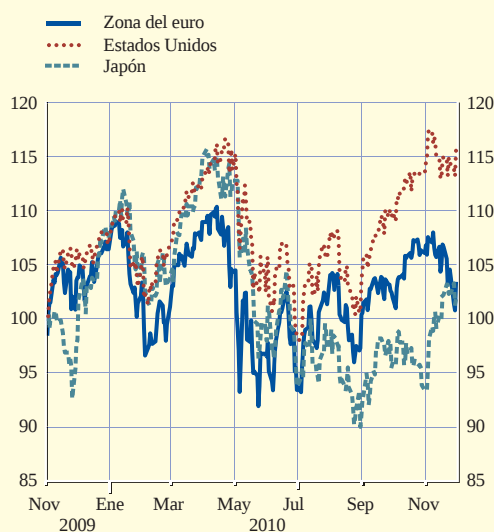
En general, los índices bursátiles amplios de la zona del euro y de Estados Unidos se han elevado en los tres últimos meses. En la zona del euro, esta evolución se sustentó en el fuerte crecimiento de los beneficios empresariales efectivos y esperados y en la publicación de datos macroeconómicos generalmente positivos. Al mismo tiempo, los precios de las acciones se han visto, probablemente, afectados negativamente por renovadas tensiones en los mercados de deuda soberana de la zona del euro. En consecuencia, las cotizaciones bursátiles de la zona registraron descensos apreciables en noviembre. La medida de estos efectos adversos ha variado muy ampliamente en la zona del euro entre los distintos países y sectores, siendo el sector bancario el más afectado. La incertidumbre de los mercados de renta variable de la zona del euro disminuyó durante la mayor parte del período considerado, aunque ha aumentado de forma significativa en las últimas semanas.

Las cotizaciones bursátiles de la zona del euro y de Estados Unidos, medidas por el índice Dow Jones EURO STOXX y el índice Standard & Poor's 500, subieron un 6% y un 15%, respectivamente, entre finales de agosto y el 1 de diciembre de 2010 (véase gráfico 25). Mientras que, a ambos lados del Atlántico, los índices bursátiles amplios mostraron una tendencia al alza hasta comienzos de noviembre, han descendido de forma apreciable desde entonces, especialmente en la zona del euro. En contraste con los mercados de renta variable de la zona del euro y de Estados Unidos, el índice Nikkei 225 de Japón subió de forma acusada en noviembre, hasta registrar un aumento general del 13% al final del período analizado.

La incertidumbre a corto plazo de los mercados de renta variable de la zona del euro, medida por

Gráfico 25 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.

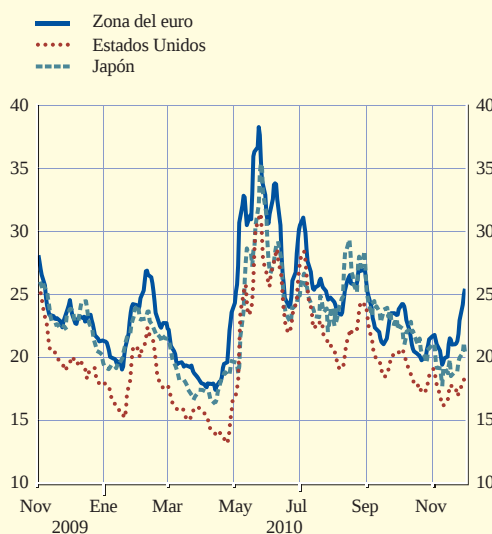
la volatilidad implícita obtenida de las opciones sobre acciones, disminuyó en la primera parte del período examinado, pero repuntó de forma apreciable a finales de noviembre (véase gráfico 26). En cambio, en Estados Unidos se observó una volatilidad moderada en los mercados de renta variable.

En Estados Unidos, en los últimos meses la evolución de los mercados de renta variable ha estado determinada por datos económicos contradictorios, aunque generalmente positivos, especialmente los relacionados con los beneficios obtenidos en el tercer trimestre por las empresas cotizadas. Al mismo tiempo, la incertidumbre de los inversores acerca de la sostenibilidad de la recuperación económica en Estados Unidos y el cambio en las expectativas respecto a la naturaleza, la amplitud y la eficacia de las medidas cuantitativas de relajación de la Reserva Federal pueden haber influido negativamente en las valoraciones de los mercados de renta variable.

En la zona del euro, los precios de las acciones se sustentaron en el impulso positivo de la recuperación económica y en la publicación de datos económicos y de indicadores de confianza generalmente positivos. Al mismo tiempo, el aumento de los tipos de interés a largo plazo puede haber tenido efectos adversos sobre los precios de las acciones. Además, desde mediados de octubre la intensificación de las tensiones en algunos mercados de deuda soberana de la zona del euro ha influido negativamente en el sentimiento y la aversión al riesgo de los participantes en el mercado, incluidos los inversores en los mercados de renta variable. En particular, la preocupación respecto a la exposición de las entidades de crédito de la zona del euro a las tenencias de deuda soberana tuvo un impacto negativo sobre los precios de las acciones de estas entidades. Desde el máximo alcanzado en la segunda mitad de octubre hasta el 1 de diciembre, los precios de las acciones del sector bancario cayeron un 15%. Por otro lado, en el conjunto del período considerado las mayores pérdidas se han observado en el sector financiero (véase cuadro 3). En fuerte contraste con esta evolución, los precios de las acciones de las empresas de los sectores de materias primas, bienes de consumo, industria y tecnología registraron subidas comprendidas entre el 13% y el 21%. Ello demuestra que, mientras que las tensiones observadas en los mercados de deuda soberana pueden haber afectado a las expectativas de beneficios del sector financiero y a las primas de riesgo de las acciones, los inversores en los mercados de renta variable han seguido valorando de manera bastante positiva la mayor parte de los sectores privados. Además de registrar diferencias entre sectores, la evolución de los mercados de renta variable mostró crecientes divergencias entre los países de la zona del euro, especialmente desde finales de octubre, cuando el descenso de los precios de las acciones del sector bancario registrado en Grecia e Irlanda fue varias veces superior al descenso de estas acciones observado en Francia y Alemania.

Gráfico 26 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.

Cuadro 3 Variación de los precios de los índices Dow Jones EURO STOXX, por sectores económicos

(porcentaje de los precios a fin de período)

	EURO STOXX	Materias primas	Servicios de consumo	Bienes de consumo	Petróleo y gas	Financiero	Sanidad	Industrial	Tecnología	Tele- comuni- caciones	Agua, gas, electric.
Participación del sector en la capitalización bursátil (datos a fin de período)	100,0	10,1	7,1	15,6	7,0	22,1	4,0	14,3	4,5	7,1	8,3
Variación de los precios (datos a fin de período)											
III 2009	20,7	21,8	14,9	15,8	7,3	32,4	14,2	26,4	13,6	14,7	14,9
IV 2009	2,1	15,3	3,3	9,0	6,8	-5,5	7,7	3,8	-3,9	2,0	0,3
I 2010	0,8	1,6	6,8	3,5	-1,7	-2,6	4,0	4,1	16,0	-4,5	-3,3
II 2010	-11,1	-8,3	-7,2	3,1	-13,4	-17,6	-7,5	-7,1	-17,3	-12,1	-18,3
III 2010	7,3	9,0	11,1	8,0	5,3	8,2	-0,2	5,6	3,2	12,8	4,9
Octubre 2010	3,7	5,2	2,8	2,8	3,5	2,3	1,8	4,5	5,1	6,0	5,8
Noviembre 2010	-5,2	3,4	-3,9	1,5	-4,0	-14,4	-4,5	0,8	-3,2	-10,8	-7,3
31 ago 2010-1 dic 2010	6,3	21,5	7,0	17,5	4,3	6,4	4,7	16,2	13,1	-2,5	0,7

Fuentes: Thomson Financial Datastream y cálculos del BCE.

Los precios de las acciones de la zona del euro siguieron sustentándose en el sólido crecimiento de los beneficios. En septiembre, octubre y noviembre, las tasas de crecimiento interanual de los beneficios efectivos por acción se situaron, en promedio, en torno al 25%. El crecimiento de los beneficios fue positivo en casi todos los sectores. De cara al futuro, las expectativas a corto plazo respecto a las tasas de crecimiento de los beneficios de las empresas cotizadas de la zona del euro han disminuido desde los máximos alcanzados a comienzos de 2010, aunque se situaban todavía alrededor del 16% en noviembre (véase gráfico 27). En el citado mes, las expectativas de crecimiento a corto plazo de los beneficios por acción en Estados Unidos eran solo ligeramente inferiores a las de la zona del euro. En horizontes más dilatados, en la zona del euro las expectativas de crecimiento de los beneficios por acción de tres a cinco años vista de las sociedades cotizadas de la zona del euro se han estabilizado en los tres últimos meses en torno al 13%, nivel ligeramente superior al observado en Estados Unidos.

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

El coste real de la financiación de las sociedades no financieras de la zona del euro se redujo en el tercer trimestre de 2010, debido principalmente a la disminución del coste de la financiación en los mercados. No obstante, en octubre y en noviembre, el descenso del coste real de los valores de renta fija

Gráfico 27 Crecimiento esperado de los beneficios empresariales por acción en Estados Unidos y en la zona del euro

(porcentaje; datos mensuales)



Fuentes: Thomson Financial Datastream y cálculos del BCE.

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

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

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

y de las acciones se interrumpió, como consecuencia del aumento de los rendimientos de la deuda pública y de la ampliación de los diferenciales. En cuanto a los flujos de financiación, el crecimiento interanual de los préstamos a las sociedades no financieras aumentó de nuevo en el tercer trimestre, aunque se mantuvo en niveles negativos, lo que sugiere que la evolución de los préstamos alcanzó un punto de inflexión en meses anteriores de 2010. El recurso a la financiación en los mercados cubrió la mayor parte de las necesidades de financiación externa de las empresas de la zona del euro durante el período de referencia. La emisión de valores distintos de acciones por parte de las sociedades no financieras siguió siendo elevada, pero mostró nuevas señales de moderación en el tercer trimestre.

CONDICIONES DE FINANCIACIÓN

El coste real de la financiación externa de las sociedades no financieras de la zona del euro —calculado ponderando el coste de las distintas fuentes de financiación a partir de sus saldos vivos, corregido de efectos de valoración— se redujo unos 10 puntos básicos en el tercer trimestre de 2010, y se mantuvo prácticamente invariable en octubre, en el 3,61% (véase gráfico 28).

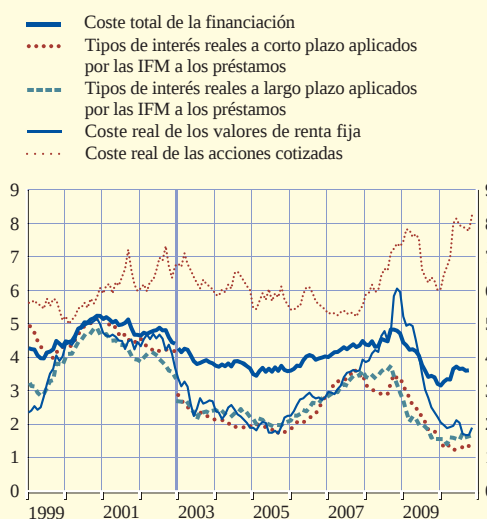
La evolución del coste total de la financiación estuvo determinada por el descenso del coste real de la financiación en los mercados. En el período de cuatro meses comprendido hasta octubre, el coste real de las acciones y de los valores de renta fija se redujo 36 y 44 puntos básicos, respectivamente, en comparación con los niveles registrados al final de junio de 2010. La caída del coste de emisión de las acciones desde un nivel históricamente elevado, así como del coste de los valores de renta fija, reflejaron la disminución de las tensiones en los mercados observada en el segundo trimestre de 2010. La evolución de los tipos de interés aplicados por las entidades de crédito a los préstamos durante el período analizado apunta a que la transmisión gradual de las anteriores modificaciones de los tipos de interés oficiales del BCE a los clientes bancarios se ha completado. Entre junio y octubre de 2010, los tipos de interés reales a corto plazo aplicados por las IFM aumentaron 9 puntos básicos, mientras que los tipos reales a largo plazo se incrementaron 8 puntos básicos.

Desde una perspectiva a más largo plazo, en el período de cuatro meses comprendido hasta octubre de 2010, el coste real de la financiación de las sociedades no financieras de la zona del euro se mantuvo próximo a los niveles más bajos observados desde 1999 en todas las categorías de financiación, excepto el coste real de las acciones que, por el contrario, permaneció en niveles históricamente elevados.

Entre junio y octubre de 2010, los tipos de interés nominales aplicados por las IFM a los nuevos préstamos concedidos a las sociedades no financieras aumentaron en el caso de los préstamos a corto plazo y,

Gráfico 28 Coste real de la financiación externa de las sociedades no financieras de la zona del euro

(porcentaje; datos mensuales)



Fuentes: BCE, Thomson Financial Datastream, Merrill Lynch y previsiones de Consensus Forecasts.

Notas: El coste real de la financiación externa de las sociedades no financieras se calcula como la media ponderada del coste de los préstamos bancarios, el coste de los valores distintos de acciones y el coste de las acciones, basados en sus respectivos saldos vivos y deflactados por las expectativas de inflación (véase el recuadro 4 del Boletín Mensual de marzo de 2005). La armonización de los tipos de interés aplicados por las IFM a los préstamos introducida a principios de 2003 provocó una ruptura en las series estadísticas. Es posible que los datos a partir de junio de 2010 no sean directamente comparables con los anteriores a esa fecha, debido a los cambios metodológicos resultantes de la aplicación de los Reglamentos BCE/2008/32 y BCE/2009/7 (por los que se modifica el Reglamento BCE/2001/18).

Cuadro 4 Tipos de interés aplicados por las IFM a los nuevos préstamos a sociedades no financieras

(porcentaje; puntos básicos)

							Variaciones en puntos básicos hasta octubre 2010 ¹⁾		
	2009 III	2009 IV	2010 I	2010 II	2010 Sep	2010 Oct	2009 Jul	2010 Jul	2010 Sep
Tipos de interés aplicados por las IFM									
Descubiertos en cuenta de las sociedades no financieras	4,25	4,06	3,98	3,70	3,80	3,82	-52	13	2
Préstamos a las sociedades no financieras hasta un millón de euros									
Sin fijación del tipo y con período inicial de fijación del tipo hasta un año	3,36	3,28	3,24	3,25	3,34	3,44	-12	17	10
Con período inicial de fijación del tipo de más de cinco años	4,16	3,96	4,00	3,80	3,78	3,80	-52	-15	2
Préstamos a las sociedades no financieras por importe superior a un millón de euros									
Sin fijación del tipo y con período inicial de fijación del tipo hasta un año	2,06	2,19	1,99	2,17	2,26	2,34	-3	8	8
Con período inicial de fijación del tipo de más de cinco años	3,64	3,58	3,44	3,37	3,51	3,45	-45	26	-6
Pro memoria									
Tipo de interés a tres meses del mercado monetario	0,77	0,71	0,64	0,73	0,88	1,00	2	15	12
Rendimiento de la deuda pública a dos años	1,28	1,39	1,40	1,84	1,85	1,62	23	-21	-23
Rendimiento de la deuda pública a siete años	3,11	2,99	2,82	2,39	2,12	2,18	-107	-18	6

Fuente: BCE.

1) Pueden producirse discrepancias, debido al redondeo.

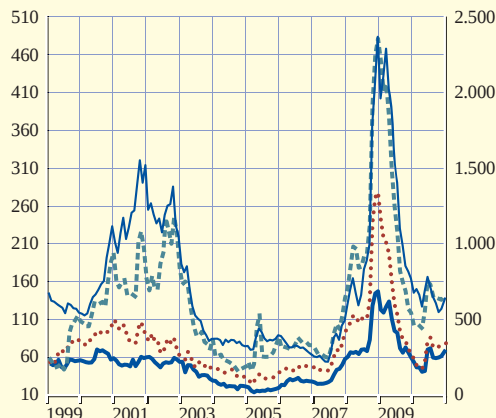
en menor medida, en el de los préstamos a largo plazo (véase cuadro 4). La tendencia a la baja observada en los tipos de interés aplicados por el citado sector desde noviembre de 2008 parece haberse moderado, y es probable que la transmisión de los anteriores recortes de los tipos de interés oficiales del BCE a los tipos aplicados a los préstamos bancarios se haya completado. El aumento de los tipos de los préstamos a corto plazo puede estar reflejando los incrementos recientes de los tipos de interés del mercado monetario, que suelen influir en los costes de financiación a corto plazo de las entidades de crédito. La última encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro puso de manifiesto que el acceso de las entidades de crédito a la financiación en los mercados y su nivel de liquidez habían mejorado ligeramente en el tercer trimestre de 2010, aunque estos factores siguieron contribuyendo al endurecimiento de los criterios de aprobación de los préstamos a las empresas.

El estrechamiento de los diferenciales entre los rendimientos de los valores de renta fija privada y los de la deuda pública, especialmente en el caso de los bonos con calificación crediticia más baja, contribuyó a la caída del coste real de la financiación mediante valores de renta fija en el tercer trimestre y en octubre de 2010 (véase gráfico 29). La reducción de los diferenciales se vio favorecida

Gráfico 29 Diferenciales de los valores de renta fija de las sociedades no financieras

(puntos básicos; medias mensuales)

- Bonos AA denominados en euros de las sociedades no financieras (escala izquierda)
- ... Bonos A denominados en euros de las sociedades no financieras (escala izquierda)
- - - Bonos BBB denominados en euros de las sociedades no financieras (escala izquierda)
- Bonos de alta rentabilidad denominados en euros (escala derecha)



Fuentes: Thomson Financial Datastream y cálculos del BCE.

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

por la disminución de las tensiones en los mercados financieros. No obstante, esta tendencia positiva se interrumpió en octubre y noviembre, meses en que la evolución de los rendimientos de los valores de renta fija privada no financiera reflejó los de la deuda pública, lo que provocó un aumento del coste real de la financiación mediante valores de renta fija y de las acciones.

FLUJOS DE FINANCIACIÓN

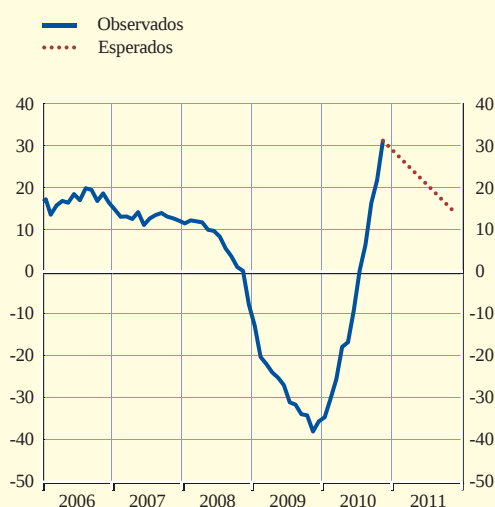
La mayor parte de los indicadores de rentabilidad de las sociedades no financieras de la zona del euro apunta a una nueva mejora en el segundo trimestre de 2010. La tasa de crecimiento interanual de los beneficios por acción de las sociedades no financieras cotizadas de la zona del euro siguió siendo considerablemente positiva en el tercer trimestre de 2010, y alcanzó el 31,2% en octubre de 2010 (véase gráfico 30). De cara al futuro, los participantes en el mercado esperan que los beneficios aumenten el año próximo.

En cuanto a la financiación externa, la contracción de los préstamos de las IFM a las sociedades no financieras pasó a ser menos pronunciada en el tercer trimestre de 2010, y si bien la emisión valores distintos de acciones continuó aumentando, perdió algo de impulso (véase gráfico 31). En cambio, la tasa de crecimiento interanual de las acciones cotizadas emitidas por las sociedades no financieras continuó disminuyendo. La emisión de valores distintos de acciones siguió siendo significativa, aunque siguió mostrando señales de moderación en el período comprendido entre julio y septiembre. La tasa de crecimiento interanual de la emisión de valores distintos de acciones a largo plazo se redujo hacia el final del trimestre, aunque se mantuvo en niveles positivos. Mientras, la tasa de crecimiento interanual de la emisión de este tipo de valores a corto plazo continuaba siendo negativa al final del trimestre.

En el tercer trimestre de 2010, el crecimiento interanual de los préstamos bancarios otorgados a las sociedades no financieras pasó a ser menos negativo y se situó en el -0,6% (véase cuadro 5), y en octubre

Gráfico 30 Beneficios por acción de las sociedades no financieras cotizadas de la zona del euro

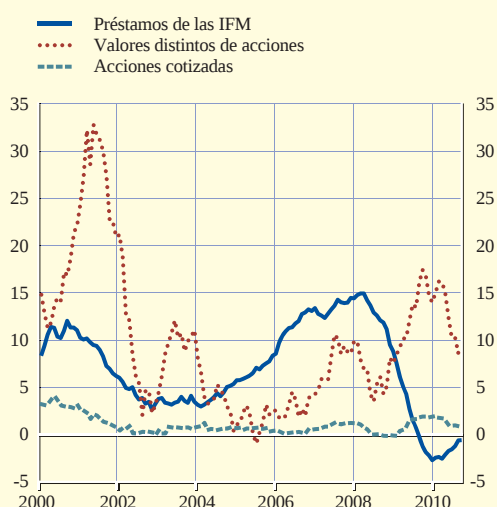
(tasas de variación interanual; datos mensuales)



Fuentes: Thomson Financial Datastream y cálculos del BCE.

Gráfico 31 Detalle por instrumentos de la financiación externa de las sociedades no financieras

(tasas de variación interanual)



Fuente: BCE

Nota: Las acciones cotizadas están denominadas en euros.

Cuadro 5 Financiación de las sociedades no financieras

(variaciones porcentuales; fin de trimestre)	Tasas de crecimiento interanual				
	2009	2009	2010	2010	2010
	III	IV	I	II	III
Préstamos de IFM	-0,2	-2,2	-2,4	-1,7	-0,6
Hasta un año	-10,2	-13,2	-11,2	-9,9	-6,4
De uno a cinco años	2,0	-2,0	-4,2	-3,9	-2,0
Más de cinco años	4,6	3,7	3,0	3,3	2,7
Valores distintos de acciones	16,1	14,7	16,2	12,3	8,6
A corto plazo	-27,3	-40,7	-24,1	-15,9	-13,6
A largo plazo, de los cuales ¹⁾	24,8	26,3	22,8	16,0	11,2
A tipo fijo	32,8	34,1	27,2	19,2	13,9
A tipo variable	-4,7	-4,0	0,0	-1,3	-1,7
Acciones cotizadas	1,8	1,8	1,8	1,0	0,9
Pro memoria²⁾					
Total financiación	2,0	1,2	1,6	1,6	-
Préstamos a sociedades no financieras	2,1	0,5	0,8	1,0	-
Reservas técnicas de seguro ³⁾	0,8	0,9	1,1	1,2	-

Fuentes: BCE, Eurostat y cálculos del BCE.

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

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

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

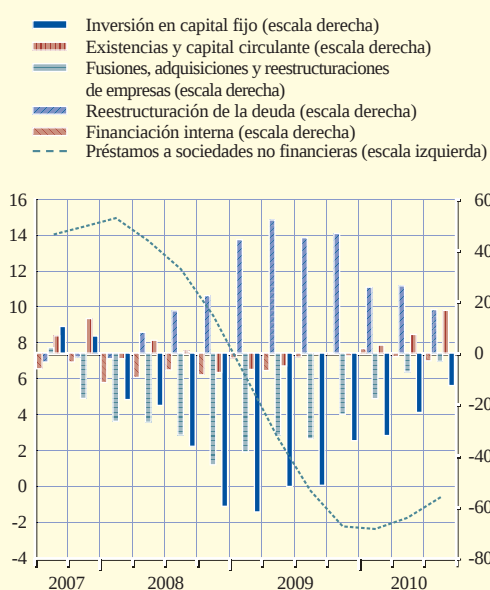
3) Incluye las reservas de los fondos de pensiones.

se mantuvo invariable. El fuerte retroceso registrado en los préstamos a corto plazo (con plazos de vencimiento de hasta un año) a las sociedades no financieras a partir de marzo de 2009 disminuyó por tercer trimestre consecutivo, mientras que el crecimiento interanual de los préstamos a más de cinco años experimentó un ligero descenso, hasta el 2,7%. La evidencia empírica disponible sugiere que los préstamos a este sector tienden a ir considerablemente a la zaga del ciclo económico. En los últimos meses, la contracción más lenta de la tasa de crecimiento interanual de los préstamos a las sociedades no financieras sugiere que en meses anteriores de este año se alcanzó un punto de inflexión. Al mismo tiempo, la sustitución que se está produciendo en favor de la financiación en los mercados y la mayor disponibilidad de financiación interna pueden haber tenido un efecto moderador sobre la recuperación de los préstamos bancarios a las sociedades no financieras.

Los resultados de la última encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro indican que el efecto de factores de demanda, como las mayores necesidades de financiación de existencias y de capital circulante y la inversión en capital en fijo, en la demanda de préstamos por parte de las sociedades no financieras aumentó en el tercer trimestre de 2010 (véase gráfico 32). Al mismo tiempo, la encuesta puso de manifiesto una disminución del endurecimiento neto de los criterios de aprobación de los préstamos a empresas, como consecuencia de las mejoras observadas en el acceso de las entidades de crédito a la financiación y a la gestión de la liquidez, revirtiendo con ello el incremento registrado el trimestre anterior, en un entorno de agudización de las tensiones en los mercados financieros. Aunque la normalización de las condiciones aplicadas para la concesión del crédito parece continuar para la zona del euro en su conjunto, el acceso al crédito bancario continúa restringido en algunos países. En algunos casos, el repunte de la demanda de préstamos también puede exacerbar el impacto potencial sobre la oferta de préstamos de unos criterios de aprobación relativamente restrictivos.

Gráfico 32 Crecimiento de los préstamos y factores que contribuyen a la demanda de préstamos de las sociedades no financieras

(tasas de variación interanual; porcentaje neto)

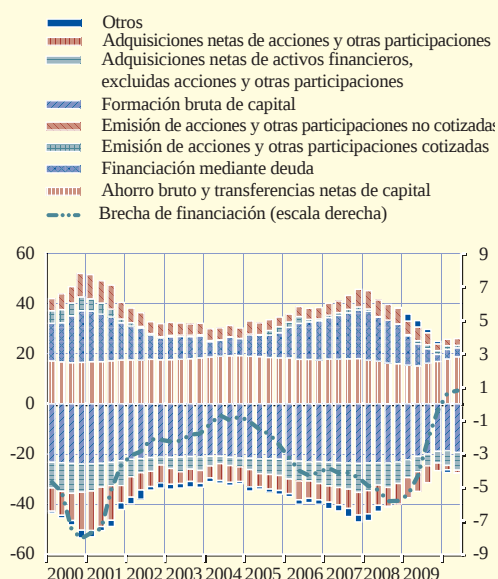


Fuente: BCE.

Nota: El porcentaje neto se refiere a la diferencia entre el porcentaje de entidades que indican que un factor determinado ha contribuido a un incremento de la demanda y las que indican que ha contribuido a una reducción.

Gráfico 33 Ahorro, financiación e inversión de las sociedades no financieras

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



Fuente: Cuentas de la zona del euro.

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

La brecha de financiación (o necesidad de financiación) de las sociedades no financieras —esto es, la diferencia entre los gastos en inversión real y la financiación interna (ahorro bruto)— que suele ser negativa, fue positiva en el primer semestre de 2010, en términos de sumas móviles de cuatro trimestres. En el gráfico 33 se presentan los componentes que integran el ahorro, la financiación y la inversión de las empresas de la zona del euro, según figuran en las cuentas de la zona del euro, para los que se dispone de datos hasta el segundo trimestre de 2010. Como se observa en el gráfico, en el segundo trimestre de 2010, la inversión real (formación bruta de capital fijo) de las empresas fue de una magnitud similar a los aumentos de los fondos internos, mientras que el crecimiento de la financiación externa se ha reducido considerablemente. Al mismo tiempo, la adquisición neta de activos financieros, incluidas acciones, se mantuvo prácticamente estable.

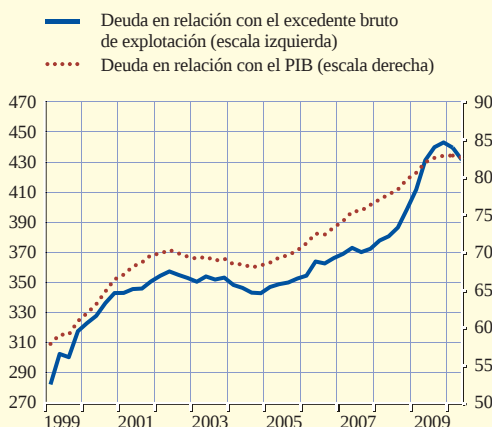
POSICIÓN FINANCIERA

En el segundo trimestre de 2010, el endeudamiento de las sociedades no financieras prácticamente no se modificó y permaneció en niveles elevados, el 83% y el 430%, en términos de la deuda en relación con el PIB y con el excedente bruto de explotación, respectivamente (véase gráfico 34). Tras haber descendido ligeramente en 2009 y en el primer semestre de 2010, la carga financiera por intereses de este sector se mantuvo prácticamente estable en el tercer trimestre y en octubre de 2010 (véase gráfico 35).

En general, la disminución de los flujos de financiación externa y el aumento de las fuentes de financiación interna observados desde el segundo semestre de 2009 indican que las empresas han mejorado su

Gráfico 34 Ratios de endeudamiento del sector de sociedades no financieras

(porcentaje)

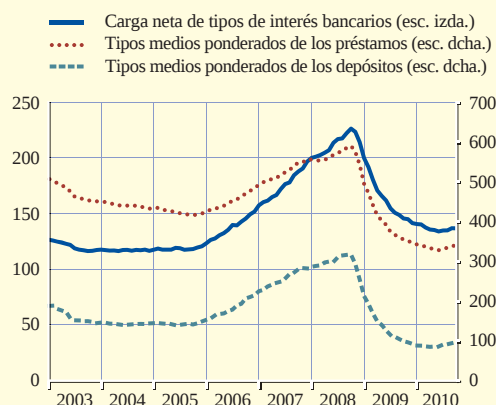


Fuentes: BCE, Eurostat y cálculos del BCE.

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

Gráfico 35 Carga neta de tipos de interés bancarios de las sociedades no financieras

(puntos básicos)



Fuente: BCE.

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

situación financiera y han reducido las vulnerabilidades de sus balances, obteniendo con ello flexibilidad financiera ante la fase de recuperación cíclica. Es posible que el nivel de endeudamiento y la carga de intereses asociada sugieran que todavía queda margen de maniobra para reestructurar los balances conjuntamente con la recuperación de los flujos de caja.

2.7 FLUJOS DE FINANCIACIÓN Y POSICIÓN FINANCIERA DEL SECTOR HOGARES

En el tercer trimestre de 2010, las condiciones de financiación de los hogares se caracterizaron por un ligero incremento de los tipos de interés de los préstamos y créditos aplicados por las entidades de crédito a su clientela. Por primera vez en más de dos años, las entidades informaron de que no se había producido un nuevo endurecimiento neto de los criterios de aprobación del crédito a los hogares. La tasa de crecimiento interanual de los préstamos concedidos por las IFM a este sector aumentó ligeramente en octubre con respecto al tercer trimestre, como consecuencia del significativo incremento observado en el flujo mensual de los préstamos para adquisición de vivienda. En general, la tasa de crecimiento interanual de los préstamos a los hogares se ha mantenido estabilizada en niveles moderados desde junio de 2010. La deuda en relación con la renta de los hogares registró un ligero incremento, mientras que apenas se observaron variaciones en la carga por intereses.

CONDICIONES DE FINANCIACIÓN

El coste de financiación de los hogares de la zona del euro mostró un incremento moderado en el tercer trimestre de 2010, tras haber disminuido de forma continua desde el tercer trimestre de 2008. Entre junio y septiembre, los tipos de interés aplicados por las IFM a los nuevos préstamos a hogares se elevaron en todas las categorías, aunque la magnitud del aumento varió. Los tipos de interés correspondientes a los nuevos créditos para consumo y otros fines registraron un alza más significativa que la experimentada por los tipos de interés de los nuevos préstamos para adquisición de vivienda. En el caso de los préstamos

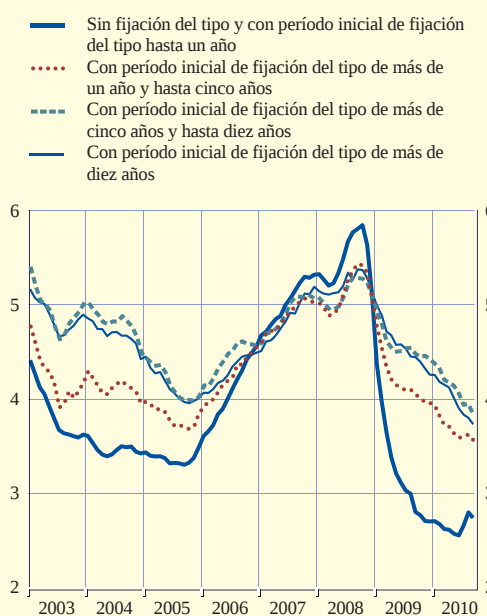
para adquisición de vivienda, el incremento se debió a una subida de los tipos de interés de los préstamos con un período inicial de fijación del tipo de corta duración (es decir, los préstamos sin fijación inicial del tipo y con período inicial de fijación hasta un año), ya que los tipos de interés aplicados a los préstamos con periodos iniciales de fijación del tipo de duración más larga siguieron reduciéndose (véase gráfico 36). Como consecuencia, el importante diferencial positivo entre estos dos tipos de interés se estrechó ligeramente y el porcentaje de préstamos con periodos iniciales de fijación del tipo de corta duración en el volumen total de nuevas operaciones descendió en septiembre, aunque siguió siendo importante (en torno al 35%). La evolución reciente de los tipos de interés aplicados por las IFM a los nuevos préstamos para adquisición de vivienda ha reflejado lo ocurrido en tipos de mercado comparables, ya que los diferenciales entre ellos han seguido siendo estables.

Después del descenso significativo que se produjo en junio, los tipos de interés aplicados por las IFM a los nuevos créditos a los hogares para consumo se recuperaron en cierta medida en julio y se mantuvieron estabilizados en agosto y septiembre. En gran medida, esta recuperación reflejó la evolución de los tipos de interés de los préstamos con periodos iniciales de fijación del tipo de corta duración, que cayeron de forma acusada en junio y que, posteriormente, se recuperaron ligeramente. Los tipos de interés de los préstamos con periodos iniciales de fijación del tipo de larga duración, que no habían experimentado una reducción pronunciada en junio, solo aumentaron levemente en el tercer trimestre. El diferencial entre el tipo de interés de los préstamos con periodos de fijación del tipo hasta un año y un tipo de mercado comparable aumentó de forma moderada entre junio y septiembre, pero se mantuvo sustancialmente por debajo del nivel observado en mayo. También se registró un aumento del diferencial entre el tipo de interés de los préstamos con periodos de fijación del tipo superiores a cinco años y un tipo de interés de mercado comparable.

Los resultados de la encuesta sobre préstamos bancarios de octubre de 2010 muestran que, por primera vez en más de dos años, no se produjo un nuevo endurecimiento neto de los criterios de aprobación del crédito a los hogares en el tercer trimestre 2010. En lo que se refiere a los criterios relativos a la concesión de préstamos para compra de vivienda, las entidades de crédito señalaron que las contribuciones al endurecimiento neto de dichos criterios, procedentes de las perspectivas económicas generales y de factores relacionados con los costes de financiación y disponibilidad de fondos de las propias entidades, fueron menores. Además, las perspectivas del mercado de la vivienda no contribuyeron a que se registrara un nuevo endurecimiento neto de los criterios de aprobación del crédito. Al mismo tiempo, las entidades de crédito indicaron que la demanda neta de préstamos para adquisición de vivienda fue positiva en el tercer trimestre de 2010, pero mucho más débil que en el trimestre anterior, a causa de la contribución menos positiva de las perspectivas del mercado de vivienda y de la aportación más negativa de la confianza de los consumidores. La demanda neta de crédito para consumo y otros fines se

Gráfico 36 Tipos de interés aplicados por las IFM a los préstamos a hogares para adquisición de vivienda

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



Fuente: BCE.

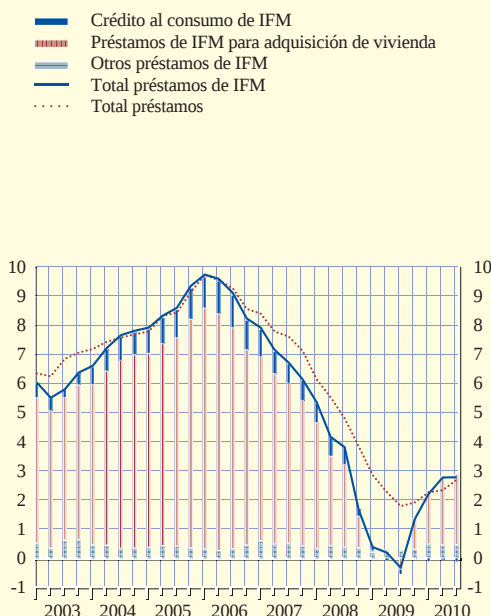
redujo en el tercer trimestre del año, y las entidades indicaron que este descenso se había debido, principalmente, a una reducción del gasto de los hogares en bienes de consumo duradero.

FLUJOS DE FINANCIACIÓN

La tasa de crecimiento interanual del total de préstamos concedidos a los hogares se mantuvo en el 2,3% en el segundo trimestre de 2010 (el último trimestre para el que se dispone de datos de las cuentas integradas de la zona del euro), tras haber avanzado de forma moderada en los dos trimestres anteriores. No obstante, este hecho oculta una disminución significativa de la tasa de crecimiento interanual de los préstamos concedidos a los hogares por instituciones distintas de IFM, que se situó en el 0,3%, frente al 2,7% registrado en el trimestre anterior. En general, la tasa de crecimiento interanual de este tipo de préstamos ha descendido 14 puntos porcentuales en los tres últimos trimestres. Este descenso es atribuible a la recompra de algunos préstamos titulizados previamente efectuada por las IFM a finales de 2009 y comienzos de 2010, así como al menor número de titulizaciones que se registraron en el segundo trimestre de 2010. Los datos sobre las operaciones de titulización y los préstamos otorgados por las IFM indican que la tasa de crecimiento interanual del total de préstamos a los hogares aumentó en torno al 2,7% en el tercer trimestre 2010 (véase gráfico 37).

Gráfico 37 Total de préstamos concedidos a los hogares

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

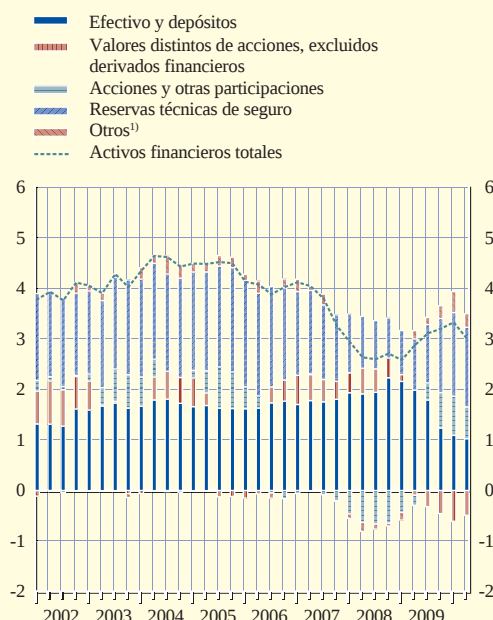


Fuente: BCE.

Notas: El total de préstamos comprende los préstamos a hogares concedidos por todos los sectores institucionales, incluido el resto del mundo. El total de préstamos concedidos a los hogares en el tercer trimestre de 2010 se ha estimado a partir de las operaciones que figuran en las estadísticas monetarias y bancarias. Para más información sobre las diferencias en el cálculo de las tasas de crecimiento entre préstamos de las IFM y total de préstamos, véanse las notas técnicas pertinentes.

Gráfico 38 Inversión financiera de los hogares

(tasas de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales)



Fuentes: BCE y Eurostat.

1) Incluye préstamos y otras cuentas pendientes de cobro.

En octubre de 2010, la tasa de crecimiento interanual de los préstamos concedidos por las IFM a los hogares avanzó ligeramente, hasta situarse en el 2,9%, frente al 2,8% registrado en el tercer trimestre y al 2,5% del segundo trimestre. La evolución más reciente apunta a una estabilización de la dinámica del endeudamiento de los hogares. Las operaciones de titulización se han incrementado ligeramente en los últimos meses, pero su incidencia en el nivel de crecimiento de los préstamos a los hogares sigue siendo reducida. La evolución de los préstamos concedidos por las IFM a los hogares parece moderada si se considera el contexto de reciente recuperación de los precios de la vivienda en algunos países y de mejora general de la confianza de los consumidores. Así pues, es probable que los históricos niveles de endeudamiento de los hogares y de endurecimiento de los criterios de aprobación del crédito estén moderando el crecimiento de los préstamos.

Dentro de los préstamos de las IFM a los hogares, la tasa de crecimiento interanual de los préstamos para adquisición de vivienda se incrementó hasta el 3,6% en octubre, frente al 3,4% del tercer trimestre. El incremento registrado en octubre fue consecuencia de un significativo flujo mensual positivo. Por el contrario, la tasa de crecimiento interanual del crédito al consumo se redujo (-0,8% en octubre, frente al -0,6% del tercer trimestre). El hecho de que la debilidad observada en los últimos meses en el crédito al consumo haya ido acompañada de aumentos de las ventas minoristas de productos no alimenticios sugiere que los hogares pueden estar utilizando depósitos líquidos más que préstamos para financiar las compras de bienes duraderos. Además, el descenso observado en las ventas de automóviles —después de que se dieran por terminados los planes de sustitución de vehículos— podría entrañar una demanda menor de créditos para el consumo.

Por lo que se refiere al activo del balance del sector hogares de la zona del euro, la tasa de crecimiento interanual de la inversión financiera total disminuyó hasta el 3% en el segundo trimestre de 2010 (frente al 3,3% del primer trimestre), tras haber registrado un continuo aumento durante los cuatro trimestres anteriores (véase gráfico 38). Al mismo tiempo, los evidentes desplazamientos observados en los últimos trimestres hacia activos a más largo plazo y de mayor riesgo disminuyeron ligeramente. Los flujos intertrimestrales sugieren una preferencia por el efectivo y los depósitos en el segundo trimestre. Probablemente, esta evolución haya reflejado un cierto aplanamiento de la curva de rendimientos, y posiblemente también una mayor incertidumbre en relación con la fortaleza de la recuperación económica en un entorno de aumento de las tensiones en los mercados de deuda soberana en la primavera pasada. En cambio, los flujos de entrada intertrimestrales de los productos de seguro y de pensiones y de las acciones y otras participaciones se redujeron significativamente con respecto al trimestre anterior. Como resultado, las contribuciones de estos instrumentos al crecimiento interanual de la inversión financiera total descendieron ligeramente en el segundo trimestre de 2010, tras haber crecido sistemáticamente desde finales de 2008. Pese a todo lo anterior, la inversión en productos de seguro y de pensiones siguió siendo la variable que más contribuyó al crecimiento total de la inversión financiera. Los hogares también dejaron de reducir sus tenencias directas de valores distintos de acciones en el segundo trimestre. Por consiguiente, la contribución de la inversión en esta clase de instrumentos pasó a ser menos negativa que en el trimestre anterior.

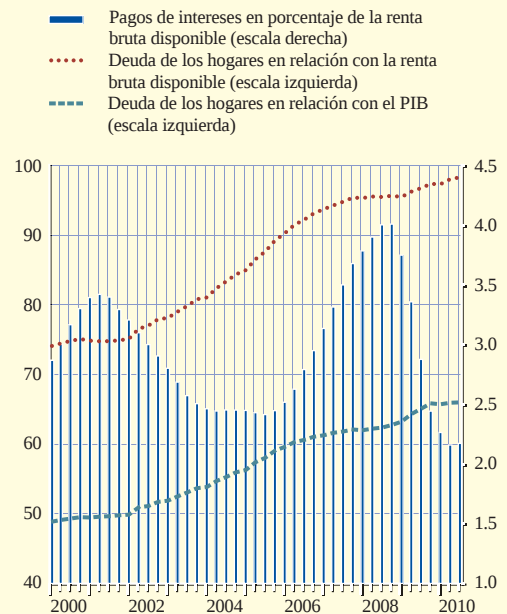
POSICIÓN FINANCIERA

Según las estimaciones, la deuda en relación con la renta disponible de los hogares ha seguido aumentando con moderación, hasta situarse en torno al 98,5% en el tercer trimestre de 2010, manteniéndose el ligero desplazamiento al alza observado en los trimestres anteriores (véase gráfico 39). Esta evolución refleja el hecho de que el crecimiento del endeudamiento de los hogares se ha estabilizado en tasas moderadamente positivas y de que, a pesar de la recuperación económica observada en los últimos trimestres, la tasa de crecimiento de la renta disponible sigue siendo débil. Se estima que la deuda en

relación con el PIB apenas experimentó variaciones en el tercer trimestre, debido a que la actividad económica general mostró una recuperación cíclica más pronunciada que la renta de los hogares. Se considera que la carga por intereses de los hogares se ha mantenido prácticamente sin cambios en el 2,2% de la renta disponible en el tercer trimestre, tras haber descendido sistemáticamente desde finales de 2008. Hasta hace poco tiempo, el impacto al alza que el aumento del endeudamiento de los hogares tenía en la carga por intereses se vio compensado con creces por el descenso de los tipos de interés. Sin embargo, el reciente cambio observado en los tipos de interés ha moderado este efecto, lo que ha resultado en la estabilización de la carga por intereses.

Gráfico 39 Endeudamiento y pagos de intereses de los hogares

(porcentaje)



Fuentes: BCE y Eurostat.

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

3 PRECIOS Y COSTES

Según el avance de Eurostat, la inflación interanual medida por el IAPC de la zona del euro se mantuvo en el 1,9% en noviembre de 2010, sin cambios con respecto al mes de octubre. 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 general, las tasas de inflación deberían mantenerse en una senda moderada en el futuro próximo. 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. Esta valoración se refleja también en las proyecciones macroeconómicas de diciembre de 2010 elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro, que sitúan la inflación interanual medida por el IAPC en un intervalo comprendido entre el 1,5% y el 1,7% en 2010, entre el 1,3% y el 2,3% en 2011, y entre el 0,7% y el 2,3% en 2012. Los riesgos para las perspectivas de evolución de los precios están, en general, equilibrados.

3.1 PRECIOS DE CONSUMO

Según el avance de Eurostat y en línea con las expectativas del mercado, la tasa de inflación interanual medida por el IAPC de la zona del euro se mantuvo sin cambios en el 1,9% en noviembre de 2010, en comparación con el mes de octubre (véase cuadro 6). Desde una perspectiva a más largo plazo, la inflación medida por el IAPC ha aumentado de forma constante desde los valores negativos registrados en el verano de 2009, hasta situarse justo por debajo del 2% en los últimos meses. Este aumento de la inflación estuvo determinado, en parte, por efectos de base al alza derivados de los precios de los alimentos y la energía, y también por la dinámica más pronunciada de la mayor parte de los componentes. Entre los hechos más destacados registrados en los últimos meses, cabe señalar aumentos de los precios del petróleo hasta niveles muy superiores a los registrados el año anterior y tasas de variación interanual de los precios de las materias primas no energéticas superiores al 50%, lo que ha provocado un repunte de las presiones latentes, que ha originado, a su vez, fuertes incrementos de los precios industriales.

Si se considera la evolución del IAPC con más detalle, la tasa de variación interanual de los precios de la energía se situó en el 8,5% en octubre, tras oscilar entre el 6% y el 9% desde marzo de 2010. Estas elevadas tasas de inflación de la energía reflejan efectos de base al alza, así como marcados aumentos

Cuadro 6 Evolución de los precios

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

	2008	2009	2010 Jun	2010 Jul	2010 Ago	2010 Sep	2010 Oct	2010 Nov
IAPC y sus componentes								
Índice general ¹⁾	3,3	0,3	1,4	1,7	1,6	1,8	1,9	1,9
Energía	10,3	-8,1	6,2	8,1	6,1	7,7	8,5	.
Alimentos no elaborados	3,5	0,2	0,9	1,9	2,4	2,5	2,4	.
Alimentos elaborados	6,1	1,1	0,9	0,9	1,0	1,0	1,2	.
Bienes industriales no energéticos	0,8	0,6	0,4	0,5	0,4	0,6	0,7	.
Servicios	2,6	2,0	1,3	1,4	1,4	1,4	1,3	.
Otros indicadores de precios								
Precios industriales	6,1	-5,1	3,1	4,0	3,6	4,3	4,4	.
Precios del petróleo (euro/barril)	65,9	44,6	62,2	58,9	59,9	59,8	60,2	63,1
Precios de las materias primas no energéticas	2,0	-18,5	51,1	56,8	51,5	58,7	50,9	51,5

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 noviembre de 2010 corresponde a una estimación preliminar de Eurostat.

de los precios del petróleo en meses anteriores del presente año, y se observaron en partidas directamente relacionadas con los precios del petróleo, como los combustibles líquidos y para vehículos privados. Los precios de consumo del gas han subido de forma constante desde el mínimo observado a finales de 2009, ya que suelen seguir una trayectoria similar a la de los precios de los combustibles líquidos y para vehículos privados, aunque con cierto retraso. La tasa de variación interanual de los precios de la electricidad ha aumentado también gradualmente desde el inicio del presente año. De cara al futuro y teniendo en cuenta los precios del crudo, situados en torno a 60 euros por barril, registrados en los últimos meses, así como los precios de los futuros sobre petróleo, se espera que la inflación de los precios de la energía se mantenga en un nivel elevado a finales de 2010 y principios de 2011, antes de descender en el resto del próximo año, debido, en gran medida, a efectos de base predominantemente a la baja relacionados con las fuertes subidas de los precios del petróleo observadas a comienzos de 2010, pese a posibles efectos de base al alza retardados de los precios de importación del petróleo y del gas sobre los precios de consumo de la energía.

La tasa de variación interanual de los precios de los alimentos, incluidos el alcohol y el tabaco, se recuperó de su mínimo histórico del -0,4% registrado en octubre de 2009, alcanzando el 1,7% un año más tarde. En cuanto a los subcomponentes de los precios de los alimentos, la tasa de variación interanual de los precios de los alimentos no elaborados se situó en torno al 2,4% en los últimos meses, mientras que la tasa de inflación de los alimentos elaborados, incluidas partidas como el pan y los cereales, los productos lácteos, y los aceites y las grasas, se elevó en octubre 0,2 puntos porcentuales, hasta el 1,2%. Un factor importante que ha configurado el perfil de los precios de los alimentos en el IAPC de la zona del euro en los últimos trimestres han sido los efectos de base al alza relacionados con las fuertes caídas que registraron los precios de los alimentos hace un año. Al mismo tiempo, condiciones meteorológicas adversas han afectado a los precios de los alimentos no elaborados (principalmente frutas y verduras), que han aumentado notablemente desde mayo del presente año. Los precios de las materias primas alimentarias, como el trigo, el maíz, la soja, el azúcar y el café, han experimentado fuertes subidas en los mercados internacionales desde comienzos de 2009, alcanzando máximos históricos en euros en los últimos meses. Estas subidas fueron determinadas, entre otros factores, por interrupciones del suministro, debidas, en parte, a las malas condiciones atmosféricas, así como a la creciente demanda por parte de los mercados emergentes, reflejo de la elevación de la renta registrada en esos países.

Hasta el momento, solo se han observado limitadas señales de transmisión de los incrementos de los precios de las materias primas alimentarias a los precios de consumo de la zona del euro. La tasa de variación interanual de los precios de los alimentos elaborados, excluido el tabaco, que debería verse afectada en mayor medida por las fluctuaciones de los precios de las materias primas, se situó en el 0,3% en octubre, muy por debajo de la media del 1,8% registrada desde 1999. Uno de los factores que apunta a una transmisión limitada es el hecho de que los precios de las materias primas alimentarias en el mercado interno de la UE no reflejan totalmente la evolución de los precios internacionales. Otro factor es que los precios de la leche, que representa, junto con el queso y los huevos, casi una quinta parte de todos los alimentos elaborados del IAPC, se mantuvieron en una senda moderada en 2010, en contraste con los pronunciados aumentos observados en los años 2007 y 2008. Además, el impacto de una perturbación en los precios de las materias primas alimentarias se aprecia primero en los precios industriales, antes de transmitirse a los comercios minoristas y luego a los consumidores. Hasta ahora, solo se dispone de evidencia provisional de que las subidas de los precios de las materias primas alimentarias hayan comenzado a afectar a los precios industriales de los alimentos, cuya tasa de variación interanual pasó del 0,3% de julio al 2,1% de septiembre. Pese a este aumento, las presiones siguen siendo moderadas, en comparación con el máximo alcanzado en 2007, lo que sugiere que las presiones latentes derivadas del encarecimiento de las materias primas alimentarias siguen siendo relativamente limitadas.

De cara al futuro, cabe esperar que los recientes aumentos de los precios de las materias primas alimentarias se transmitan en cierta medida a los precios de consumo de los alimentos, aunque es probable que esta transmisión sea bastante reducida. Se espera que la tasa de variación interanual de los precios de los alimentos no elaborados se modere gradualmente a partir del próximo trimestre, al disiparse el impacto de las condiciones atmosféricas adversas sobre los precios de las frutas y verduras.

Si se excluyen los alimentos y la energía, que representan cerca del 30% de la cesta del IAPC, la tasa de variación interanual del IAPC volvió a elevarse en octubre, hasta el 1,1%, desde el mínimo del 0,8% registrado en abril del presente año. Esta medida de la inflación subyacente, básicamente determinada por factores internos, como los salarios, los márgenes y los impuestos indirectos, consiste en dos principales partidas: los bienes industriales no energéticos y los servicios.

La inflación de los bienes industriales no energéticos aumentó en el segundo y tercer trimestres de 2010, tras descender hasta niveles muy bajos a principios del año. La tasa de variación interanual de los precios de los bienes industriales no energéticos se situó en el 0,7% en octubre de 2010, frente al 0,1% observado en el primer trimestre del presente año. La elevación de esta tasa, que se aproximó a la media del 0,8% del período 1999-2008, fue reflejo, fundamentalmente, del aumento de los impuestos indirectos, de la transmisión retardada de la depreciación del euro y de los efectos indirectos de las subidas de los precios de las materias primas. No obstante, la dinámica de los precios de este componente se ha visto limitada por una demanda reducida, aunque en aumento, y por el moderado crecimiento salarial.

El incremento de la inflación de los precios de los bienes industriales no energéticos fue reflejo, principalmente, de las mayores contribuciones de los componentes de bienes de consumo duradero (automóviles, muebles, aparatos electrónicos, etc.) y semiduradero (materiales de artículos de vestir, textiles, libros, etc.) desde el inicio de 2010. La tasa de variación interanual de los precios de los bienes de consumo duradero pasó de cero en julio y agosto de 2010 a valores ligeramente inferiores al 0,5% en septiembre y octubre. Esta evolución estuvo determinada, en buena parte, por la tasa de variación interanual de los precios de los automóviles, que se tornó positiva en julio de 2010 por primera vez desde la primavera de 2009. Los precios de los automóviles han seguido subiendo en términos interanuales, situándose en el 0,7% en octubre. Este repunte refleja, en gran medida, una normalización, tras las reducciones de los precios de los automóviles realizadas el año pasado para estimular las ventas, y contrarresta ampliamente las caídas de los precios de algunos aparatos electrónicos. La tasa de variación interanual de los precios de los bienes de consumo semiduradero disminuyó en el tercer trimestre, como consecuencia de las rebajas estacionales que afectaron a los precios de los artículos de vestir. Sin embargo, en octubre la inflación de los precios de los bienes de consumo semiduradero se elevó al 0,7%, reflejo de efectos de base y de aumentos de los precios de algunas partidas, como las prendas de vestir y el calzado, los juegos y juguetes, así como las piezas de repuesto de automóviles. La inflación de los bienes de consumo no duradero (suministro de agua, productos farmacéuticos, periódicos, etc.) ha oscilado en torno al 1% en el transcurso del año, reflejo de la disminución o de la estabilidad de las tasas de variación interanual de los precios de varias partidas. En octubre, la tasa de variación interanual de este subcomponente se elevó al 1,3%. Los recientes aumentos de los precios de algunos bienes industriales no energéticos pueden señalar una mejora de las condiciones de demanda.

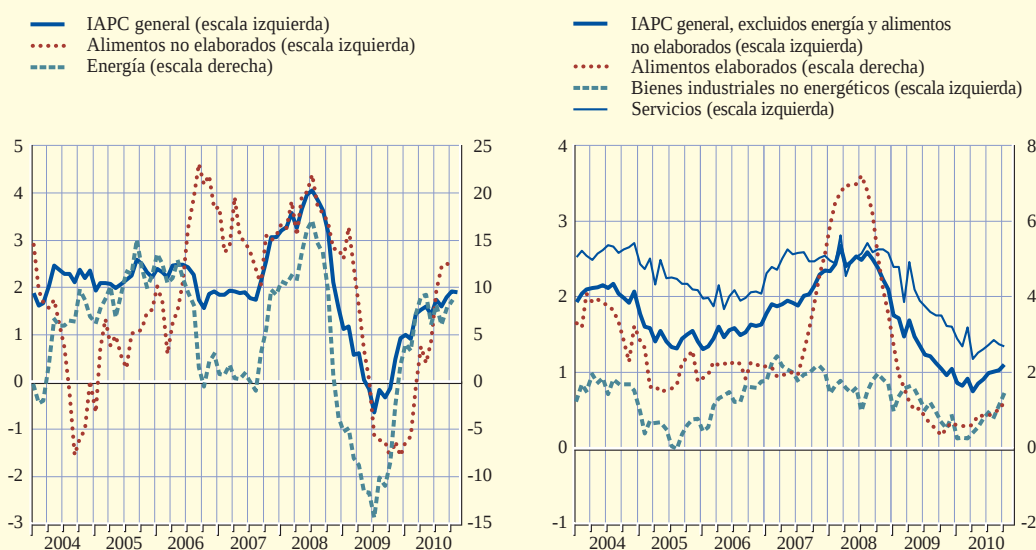
De cara al futuro, los indicadores adelantados de inflación de los bienes industriales no energéticos, como la evolución de los precios industriales y de los precios de importación de los bienes de consumo (en ambos casos, excluidos los alimentos y el tabaco), indican, por un lado, que las presiones sobre los costes internos han seguido siendo moderadas y, por otro, que las presiones sobre los precios externos

se han intensificado, como resultado de las subidas de los precios de las materias primas industriales y de las variaciones de los tipos de cambio. En general, esta evolución, unida a la perspectiva de una recuperación gradual de la demanda interna, sugiere que en los próximos meses la inflación de los bienes industriales no energéticos se mantendrá, probablemente, en torno a los niveles actuales.

Los últimos datos sobre la inflación de los precios de los servicios confirman que la tendencia a la baja registrada en el segundo semestre de 2008 y en 2009 se ha detenido. En 2010, la tasa de variación interanual de los precios de los servicios permaneció estable, fluctuando entre el 1,3% y el 1,4%, a excepción de cierta volatilidad a corto plazo en marzo y abril, debido al efecto calendario de las fechas de Semana Santa. La tasa media de inflación de este componente del IAPC se sitúa, en lo que va de año, en el 1,4%, nivel claramente inferior a la tasa media del 2,2% observada desde 1999, reflejo de la relativa debilidad de la demanda y del moderado crecimiento salarial. En cuanto a los subcomponentes de los servicios, las tasas de variación interanual de los precios de los servicios recreativos y personales han aumentado en los últimos meses en relación con los mínimos históricos registrados en abril, hasta situarse en el 1,3% en octubre. Entre los factores determinantes de esta tendencia al alza pueden citarse la mejora de la demanda de consumo y de la confianza con respecto a los reducidos niveles en que se encontraban. Por el contrario, la tasa de variación interanual de los precios de los servicios de transporte ha experimentado una desaceleración en los últimos meses, situándose en el 1,9% en octubre, frente al 2,7% de julio. Por lo que se refiere a la tasa de variación interanual del subcomponente de vivienda y, en particular, a los alquileres, se ha observado una nueva ligera desaceleración (hasta el 1,6%, desde el 1,7% de los tres meses precedentes), señal de efectos a la baja, continuados pero limitados, derivados de las anteriores caídas de los precios de la vivienda (véase el recuadro 4 sobre la evolución reciente de los precios de la vivienda). La tasa de variación interanual de los precios de los servicios de comunicación se situó en el -1,1% en octubre, ligeramente por debajo de la media del -0,8% del año 2010, pero por encima de la media del -2,5% observada desde 1999. En los próximos meses, se espera que la inflación de los precios de los servicios aumente gradualmente, como resultado de la mejora de la deman-

Gráfico 40 Desagregación del IAPC por principales componentes

(tasas de variación interanual; datos mensuales)



Fuente: Eurostat.

da de consumo y de la situación del mercado de trabajo. Podrían producirse nuevas presiones al alza, como consecuencia de los aumentos de los impuestos indirectos y de los precios administrados en algunos países de la zona del euro.

Recuadro 4

EVOLUCIÓN RECIENTE DEL MERCADO DE LA VIVIENDA EN LA ZONA DEL EURO

Los precios de los inmuebles residenciales de la zona del euro han mostrado una acusada dinámica cíclica en la última década. Tras los fuertes aumentos interanuales registrados hasta 2006, el crecimiento de los precios ha ido experimentando en los últimos años una constante desaceleración, que culminó en una contracción en 2009, seguida de ligeros incrementos en los dos primeros trimestres de 2010. Desde el principio de 2010, el Eurosistema viene compilando su indicador de precios de los inmuebles residenciales de la zona del euro con periodicidad trimestral^{1, 2}. En este recuadro se utiliza este nuevo índice trimestral para analizar la evolución reciente de los precios y para examinar determinados factores que influyen en la oferta y la demanda de vivienda³.

Según los últimos datos, los precios de la vivienda de la zona del euro subieron, en el primer y segundo trimestres de 2010, un 0,3% y un 1,8%, en tasa interanual, respectivamente (véase gráfico A), frente al descenso anual próximo al 3% observado en 2009. Tras los fuertes aumentos registrados entre 1999 y 2006, los precios de la vivienda de la zona del euro comenzaron a desacelerarse considerablemente entre 2007 y 2008, y cayeron en 2009 hasta situarse en su nivel mínimo en el

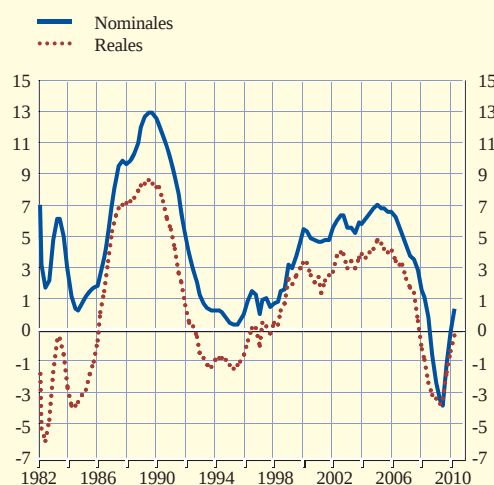
1 Los datos trimestrales de Alemania se han estimado sobre la base de la información preliminar ajustada relativa a los precios de los apartamentos recopilada en siete grandes ciudades. Para Italia, el indicador semestral de precios de los inmuebles residenciales de la Banca d'Italia se ha transformado en un indicador trimestral sobre la base de una variable indicador trimestral relacionada. Debido a la elevada incertidumbre estadística de estas estimaciones, los datos trimestrales de estos dos países no se publican y solo se utilizan como contribución al agregado de la zona del euro. El indicador trimestral de la zona del euro, así como los datos nacionales de los países de la zona, se pueden obtener consultando la «Statistical Data Warehouse» en la dirección del BCE en Internet (<http://www.ecb.europa.eu>). De forma más general, cabe señalar también que existe un elevado grado de incertidumbre en torno al indicador trimestral de precios de los inmuebles residenciales del BCE, especialmente en relación con la cobertura, el ajuste por la calidad y la representatividad.

2 Un estudio reciente de Eurostat proporciona un índice experimental de precios de la vivienda (http://epp.eurostat.ec.europa.eu/portal/page/portal/hicp/documents/Tab/Tab/METH-HPI_Research_paper_2010-12.pdf) para la zona del euro, que se basa en datos procedentes del actual proyecto piloto sobre viviendas ocupadas por su propietarios y se complementa con datos del Eurosistema. Aunque la evolución del índice de precios de la vivienda publicado por Eurostat es prácticamente similar a la del indicador de precios de los inmuebles residenciales del Eurosistema, existen ciertas diferencias a corto plazo. Dados los elevados estándares de compilación y publicación alcanzados para el citado indicador, de momento el BCE seguirá compilando este indicador.

3 Para un análisis detallado de los indicadores de oferta y demanda de vivienda, véase el artículo titulado «Análisis de la evolución de los precios de la vivienda en la zona del euro», en el Boletín Mensual del BCE de febrero de 2006.

Gráfico A Precios de los inmuebles residenciales en la zona del euro

(tasas de variación interanual; datos trimestrales)



Fuente: Cálculos del BCE basados en datos nacionales. La última observación corresponde al segundo trimestre de 2010.

Notas: El crecimiento de los precios reales de los inmuebles residenciales se obtiene restando la inflación interanual medida por el IAPC del crecimiento de los correspondientes precios nominales. Para una descripción de la compilación del índice de precios nominales, véase la nota 1 del texto principal.

Cuadro Precios nominales de los inmuebles residenciales en la zona del euro

(tasas de variación interanual)

	Ponderación (porcentaje)	2008	2009	2009		2010		2009				2010		
				Primer semestre	Segundo semestre	Primer semestre	Segundo semestre	I	II	III	IV	I	II	III
Bélgica ¹⁾	3,8	4,9	-0,4	-0,6	-0,1	4,9	..	0,9	-2,2	-1,4	1,2	3,8	6,0	5,6
Alemania ²⁾	26,7	1,0	0,0	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..
Irlanda ²⁾	1,8	-9,1	-13,7	-11,3	-16,1	-17,9	..	-11,0	-11,6	-13,8	-18,5	-18,9	-17,0	-14,8
Grecia ^{3),4)}	2,6	1,7	-3,7	-2,9	-4,6	-3,3	..	-3,3	-2,5	-5,1	-4,0	-1,8	-4,7	-4,3
España ³⁾	11,7	-1,5	-6,7	-7,6	-5,7	-1,9	..	-7,6	-7,7	-7,0	-4,4	-2,9	-1,0	..
Francia ¹⁾	21,6	1,2	-7,1	-8,1	-6,2	3,9	..	-6,9	-9,3	-7,9	-4,4	1,6	6,2	8,6
Italia ²⁾	16,9	2,6	-0,4	-0,2	-0,6	-0,3	..	..	..	..	..	..	..	..
Chipre ⁵⁾	0,2	13,0	-6,0	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..
Luxemburgo ²⁾	0,4	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..
Malta ²⁾	0,1	-2,7	-5,0	-7,9	-2,0	2,4	..	-9,9	-6,0	-2,5	-1,4	4,5	0,5	..
Países Bajos ¹⁾	6,3	2,9	-3,3	-1,5	-5,1	-3,2	..	-0,3	-2,8	-5,1	-5,0	-4,3	-1,9	-0,6
Austria ⁶⁾	3,1	1,2	3,6	4,6	2,6	5,5	..	4,3	4,9	3,4	1,9	5,7	5,3	5,0
Portugal ²⁾	1,8	3,9	0,4	1,5	-0,7	1,4	..	2,7	0,3	-0,8	-0,6	1,3	1,6	..
Eslovenia ¹⁾	0,4	3,1	-8,2	-8,4	-8,0	2,6	..	-7,1	-9,8	-10,9	-5,0	1,1	4,1	..
Eslovaquia ¹⁾	0,7	22,1	-11,1	-8,9	-13,3	-6,0	..	-4,3	-13,4	-14,3	-12,3	-8,3	-3,7	-1,3
Finlandia ³⁾	1,9	0,6	-0,3	-4,5	4,1	10,9	..	-5,5	-3,6	0,4	7,9	11,4	10,3	7,8
Estonia ^{1),2)}	..	..	..	..	..	-4,5	..	..	..	..	..	-8,2	-0,5	..
Zona del euro	100,0	1,3	-2,9	-3,1	-2,7	1,0	..	-2,6	-3,7	-3,9	-1,5	0,3	1,8	..

Fuentes: Fuentes nacionales y cálculos del BCE.

Notas: Las ponderaciones se basan en el PIB nominal de 2009. No se muestran los datos trimestrales de Alemania e Italia, debido a la elevada incertidumbre estadística que presenta la construcción de los índices (véase nota 1 del texto principal).

1) Viviendas de segunda mano (casas y apartamentos); todo el país.

2) Todas las viviendas (casas y apartamentos nuevos y de segunda mano); todo el país.

3) Todos los apartamentos; todo el país.

4) Para estimar el índice de precios de la vivienda, el Banco Central de Chipre utiliza los datos de valoración de los inmuebles recibidos de distintas instituciones financieras monetarias y otros indicadores relevantes del mercado de la vivienda.

5) Datos hasta el año 2000, únicamente para Viena.

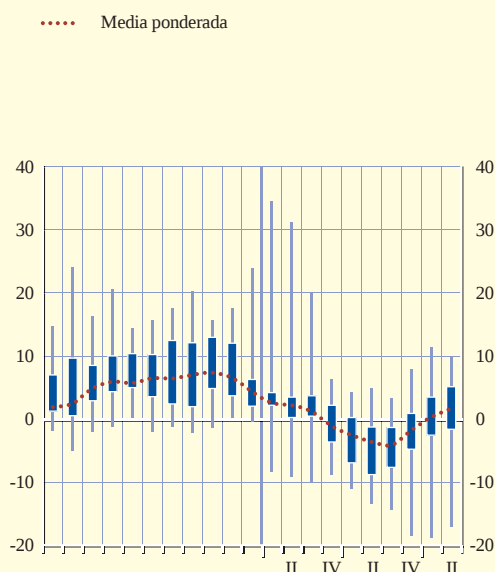
6) Apartamentos de segunda mano; todo el país.

tercer trimestre del citado año. Desde el inicio de 2010, los precios de los inmuebles residenciales han ido subiendo gradualmente. Sin embargo, este patrón oculta una evolución divergente en los distintos países de la zona del euro (véase cuadro). En algunos países (Irlanda, Grecia, España, Países Bajos, Eslovaquia y Estonia), los precios de la vivienda siguieron bajando, en tasa interanual, en el segundo trimestre de 2010, período en el que en Bélgica, Francia y Finlandia se observaron, en cambio, los mayores aumentos interanuales, que parecen haber sido impulsados por la evolución de estos precios en grandes áreas residenciales (como las regiones de Bruselas, París y Helsinki).

La mencionada dispersión geográfica se confirma si se considera la diferencia entre los valores mínimo y máximo de la dispersión de las variaciones de los precios de la vivienda entre los países de la zona del euro, que se ha mantenido en niveles elevados desde 2007 (véase gráfico B). Además, ello apunta a una evolución algo más heterogénea de los precios de la vivienda durante su fase inicial de contención, caracterizada por caídas moderadas en algunos países y por descensos muy pronunciados o aumentos en otros. Al mismo tiempo, los precios de la vivienda siguen mostrando una evolución heterogénea entre países a lo largo del tiempo, tal y como se deduce de la magnitud bastante similar de los rangos intercuartiles (en los que se concentra el 50% de la distribución de los precios de la vivienda). Un enfoque de valoración de los activos utilizado para analizar la evolución de los precios de la vivienda sugiere que estos precios son todavía relativamente altos, en comparación con los alquileres, para el agregado de la zona del euro y para varios países de la zona. La ratio entre el índice de precios de la vivienda de la zona del euro y el componente de alquileres del IAPC sigue

Gráfico B Dispersión de las tasas de crecimiento de los precios de los inmuebles residenciales en la zona del euro

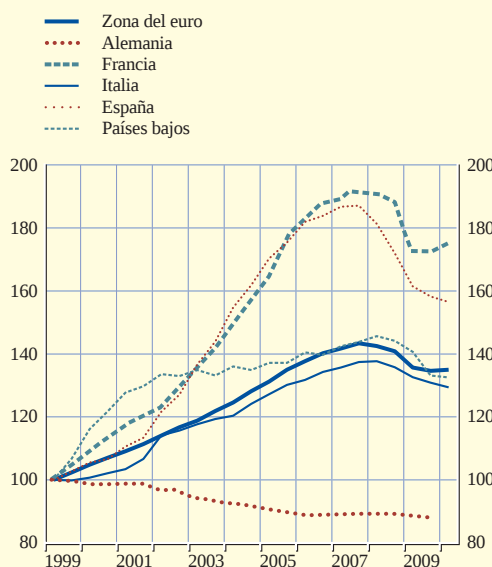
(tasas de variación interanual; máximo, mínimo, rango intercuartil y media ponderada; datos trimestrales)



Fuente: Cálculos del BCE basados en datos nacionales. La última observación corresponde al segundo trimestre de 2010.
Nota: El rango intercuartil (representado en las barras azules) se sitúa entre las marcas del 25% y el 75% de la distribución.

Gráfico C Ratio precio/alquiler de la vivienda en la zona del euro y en algunos países de la zona

(índice: 1999 = 100; porcentaje; datos semestrales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

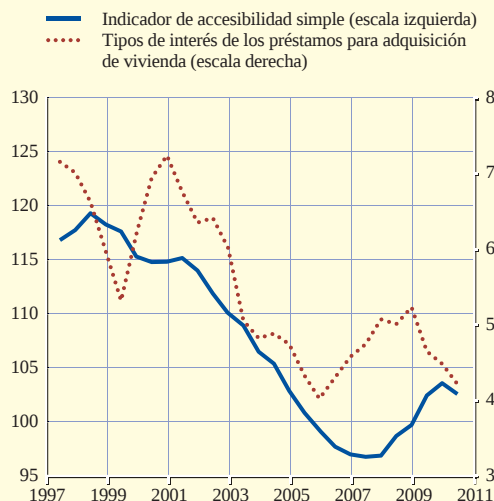
siendo algo elevada en relación con los niveles observados hace una década⁴ (véase gráfico C). Con todo, el índice de la zona del euro descendió ligeramente en el transcurso de 2009, mostrando señales de estabilización en el primer semestre de 2010.

Las tendencias recientes de los precios de la vivienda se han caracterizado por la contracción de la oferta y la moderación de la demanda. En general, las condiciones de demanda de vivienda en la zona del euro en el primer semestre de 2010 siguieron mejorando, ya que los impedimentos a la obtención de crédito se disiparon. Más concretamente, una medida básica de accesibilidad a la vivienda, el indicador de accesibilidad simple, es decir, la ratio entre la renta nominal disponible de los hogares y el índice de precios nominales de la vivienda, se ha elevado de forma generalizada desde finales de 2007, aunque disminuyó ligeramente en el primer semestre de 2010, debido a la inflación de los precios de la vivienda (véase gráfico D). En términos generales, según este indicador, la accesibilidad a la vivienda se mantiene alrededor de un 10% por debajo de su nivel de 1999. Sin embargo, las continuas mejoras de las condiciones para la obtención de crédito, dado el descenso de los tipos de interés nominales de los préstamos a los hogares para adquisición de vivienda, contribuyeron a mejorar las condiciones de demanda en el primer semestre de 2010. Además, la última encuesta del BCE sobre préstamos bancarios sugiere que, por primera vez en más de dos años, no volvieron a endurecerse los criterios de aprobación del crédito a los hogares para adquisición de vivienda en el tercer trimestre de 2010 (el 0%, frente al 10% observado en el primer y segundo trimestres de 2010). En este contexto, la tasa de crecimiento interanual de los préstamos a los hogares para adquisición de

4 Sin embargo, no es una medida de sobrevaloración que requeriría una comparación con las medias a largo plazo de la ratio precio/alquiler de la vivienda.

Gráfico D Indicador de accesibilidad simple y condiciones para la obtención del crédito

(índice: 2005 = 100; porcentaje)

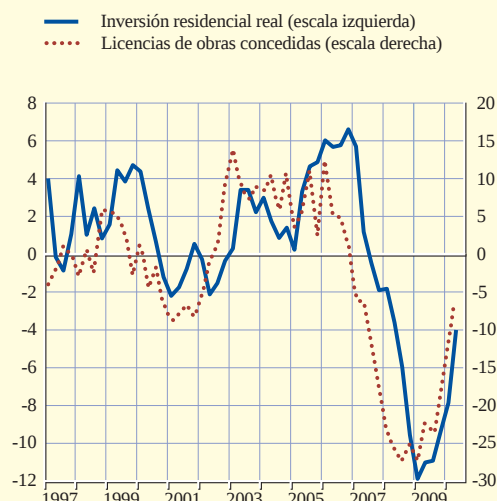


Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: Los tipos de interés de los préstamos para adquisición de vivienda en la zona del euro se refieren a un plazo de vencimiento de más de cinco años y hasta diez años. El indicador de accesibilidad simple se define como la ratio entre la renta nominal disponible de los hogares y el índice de precios nominales de la vivienda.

Gráfico E Inversión residencial y licencias de obras concedidas en la zona del euro

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

vivienda de la zona del euro siguió elevándose de forma constante, desde el mínimo del 0,6% registrado en septiembre de 2009, hasta el 3,6% observado en octubre de 2010. Aunque este factor es indicativo de mejores perspectivas para el mercado de la vivienda, la tasa de crecimiento interanual de estos préstamos es mucho más moderada que el máximo de más del 12% alcanzado en el último ciclo de precios de la vivienda.

Por el lado de la oferta, la contracción de la inversión residencial real siguió disminuyendo, hasta situarse en el -4%, en tasa interanual, en el segundo trimestre de 2010, frente al -12% del primer trimestre de 2009 (véase gráfico E). De cara al futuro, los indicadores disponibles de producción del sector de la construcción de la zona del euro en el tercer trimestre de 2010 apuntan a débiles perspectivas de inversión residencial y a una elevada heterogeneidad entre los países de la zona. Sin embargo, las licencias de obras, que se utilizan frecuentemente como indicador adelantado de la inversión residencial a unos meses vista, ofrecen señales provisionales de mejora de las perspectivas de inversión residencial.

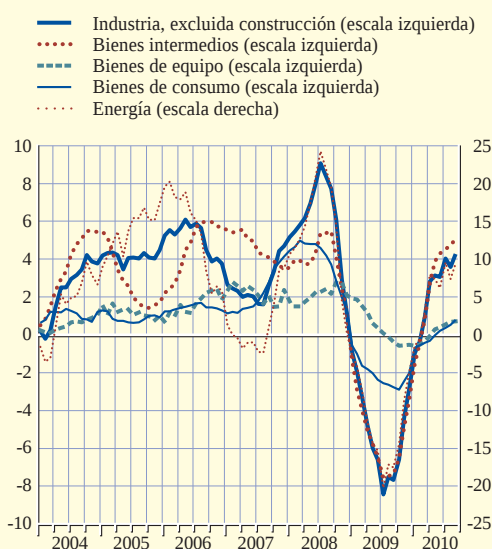
En conjunto, la evolución de la oferta y de la demanda de vivienda sugiere que la contracción de los precios nominales de la vivienda de la zona del euro registrada en 2009 ha llegado a su fin en los dos primeros trimestres de 2010. Con todo, se espera que la actividad en el sector de la vivienda y los aumentos de los precios de los inmuebles residenciales sigan mostrando una dinámica más moderada en comparación con la evolución observada antes de 2009, en vista de la persistente necesidad de realizar ajustes en algunos países de la zona del euro para corregir pasados excesos.

3.2 PRECIOS INDUSTRIALES

Las presiones en la cadena de suministro han crecido de forma constante en el transcurso de 2010. En el tercer trimestre, la tasa de variación interanual de los precios industriales, excluida la construcción, se estabilizó en torno al 4%, tras experimentar un acusado aumento en relación con el mínimo registrado en el verano de 2009. Los datos nacionales disponibles muestran un ligero incremento generalizado de la inflación de los precios industriales en octubre. El índice general puede desglosarse entre bienes intermedios, bienes de equipo, bienes de consumo y energía (véase gráfico 41). La tendencia al alza del índice general observada desde el verano de 2009 estuvo determinada, principalmente, por los componentes de energía y de bienes intermedios, reflejo de la combinación de efectos de base alcistas y del aumento que han experimentado desde entonces los precios del petróleo y de otras materias primas. Además del encarecimiento de las materias primas alimentarias y agrícolas, los precios de las materias primas industriales y de los productos metálicos se elevaron sustancialmente, lo que refleja, en cierta medida, una recuperación de la demanda mundial. En el tercer trimestre de 2010, la tasa de variación interanual de los precios de los componentes de energía y de bienes intermedios se situó en un nivel aproximadamente tres veces superior a su media desde 1991. Los precios de los bienes de consumo han aumentado de forma constante desde el otoño de 2009. También han subido los precios de los bienes de equipo desde el inicio del presente año. Sin embargo, en el tercer trimestre de 2010 las tasas de variación interanual de ambos componentes se situaron por debajo de sus medias históricas. La recuperación gradual de los precios de estos dos componentes refleja, en parte, una mayor demanda de bienes de consumo y de bienes de equipo producidos en la zona del euro. Dentro de los componentes de bienes de consumo, la tasa de variación interanual de los precios de los bienes de consumo no duradero solo se tornó positiva en junio del presente año, como consecuencia, en parte, del aumento de los precios de los

Gráfico 41 Desagregación de los precios industriales

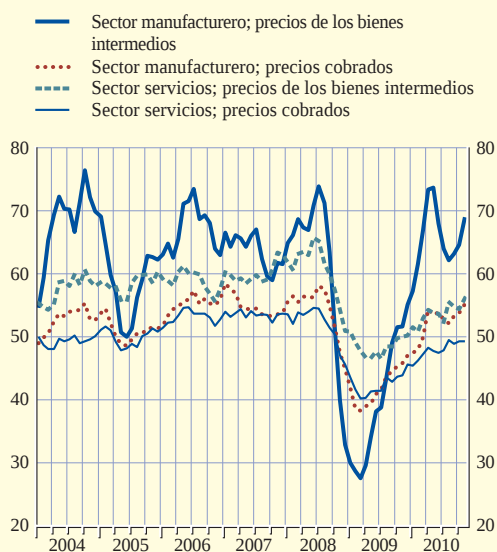
(tasas de variación interanual; datos mensuales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Gráfico 42 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.

alimentos tras la subida de los precios de las materias primas alimentarias. Sin embargo, la tasa de variación interanual de los precios de los bienes de consumo, excluidos los alimentos y el tabaco, se mantuvo en valores ligeramente negativos en el tercer trimestre de 2010.

Los datos de las encuestas relativos a las presiones sobre los precios en la cadena de producción continuaron indicando, para los dos primeros meses del cuarto trimestre, presiones al alza sobre los precios, en mayor medida en el sector manufacturero que en el sector servicios (véase gráfico 42). Por lo que se refiere al índice de directores de compras, el índice de precios cobrados en el sector manufacturero se elevó en noviembre, hasta el nivel más alto observado desde el inicio de la recuperación económica (situándose muy por encima del umbral de 50, que representa la ausencia de cambio), señal de que los aumentos de los costes de los bienes intermedios derivados de las subidas de los precios de las materias primas podrían, en cierta medida, trasladarse a los consumidores. Por el contrario, el índice de precios de venta en el sector servicios permaneció estable, en un nivel solo ligeramente inferior a su media histórica de 50, lo que apunta a precios generalmente estables. El hecho de que los niveles de los índices del sector manufacturero y del sector servicios sean más elevados para los precios de los bienes intermedios que para los precios de producción sugiere que las empresas están encontrando ciertas dificultades en trasladar el aumento de los precios de los bienes intermedios.

3.3 INDICADORES DE COSTES LABORALES

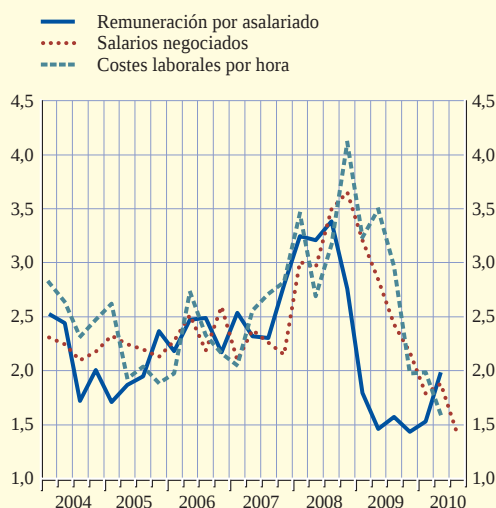
Los descensos de los costes laborales de la zona del euro parecen haber tocado fondo, en general, en el primer semestre de 2010 (véanse gráfico 43 y cuadro 7), al haberse estabilizado la situación del mercado de trabajo de la zona en los últimos meses.

Pese a ello, la tasa de crecimiento interanual de los salarios negociados (el único indicador de costes laborales actualmente disponible hasta octubre de 2010) disminuyó en el tercer semestre de 2010, hasta el nivel más bajo registrado desde el inicio de la serie en 1991, situándose en el 1,4%, es decir, 0,5 puntos porcentuales por debajo del nivel observado en el segundo trimestre. Sin embargo, este indicador va a la zaga de otros indicadores de costes laborales, debido a que la duración media de los acuerdos contractuales es de cerca de un año y medio. De cara al futuro, es probable que la tasa de crecimiento interanual de los salarios negociados se elevará, aunque solo de forma moderada. Los ligeros aumentos salariales anticipados reflejan las expectativas de recuperación económica y de compensación por los moderados aumentos salariales registrados en los últimos años.

La evolución de los costes laborales en el segundo trimestre se vio afectada de forma significativa por las horas trabajadas, con un pronunciado aumento de las horas trabajadas por asalariado, impulsado por la mejora de la actividad económica. El incre-

Gráfico 43 Indicadores de costes laborales

(tasas de variación interanual; datos trimestrales)



Fuentes: Eurostat, datos nacionales y cálculos del BCE.

Cuadro 7 Indicadores de costes laborales

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

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

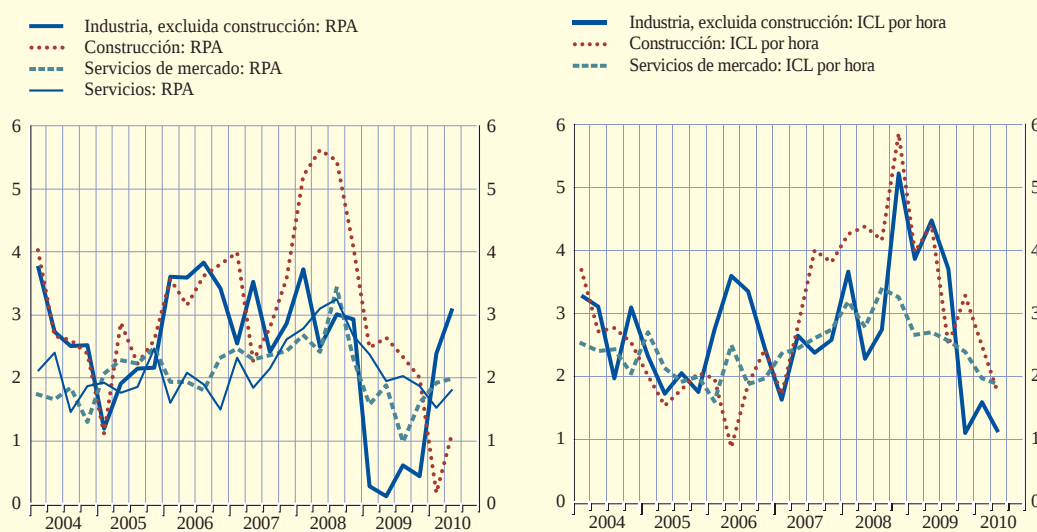
Fuentes: Eurostat, datos nacionales y cálculos del BCE.

mento de las horas trabajadas por asalariado hizo descender el índice de costes laborales por hora (referido únicamente a la economía de mercado), dado que los asalariados trabajaron un mayor número de horas, sin que ello incidiera necesariamente en su remuneración general en el contexto de varios planes, como las cuentas de horas flexibles o los planes de reducción de las horas de trabajo subvencionados por el Gobierno, especialmente en la industria. En este contexto, la tasa de crecimiento interanual de los costes laborales por hora de la zona del euro disminuyó en el segundo trimestre de 2010, hasta el 1,6%, desde el 1,9% del trimestre anterior, el nivel más bajo observado desde el inicio de la serie de costes laborales por hora en 2001. Al mismo tiempo, en el segundo trimestre la tasa de crecimiento interanual de la remuneración por asalariado se elevó al 2%, desde el 1,5% del primer trimestre, como consecuencia del aumento de las horas trabajadas por asalariado y del incremento de la remuneración por hora.

Por sectores, la contracción del crecimiento de los costes laborales por hora observada en el segundo trimestre de 2010 fue más pronunciada en la industria y la construcción que en los servicios, mientras que el mayor crecimiento de la remuneración por asalariado registrado en el citado trimestre estuvo

Gráfico 44 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.

determinado, en gran medida, por la evolución del sector industrial. Un factor determinante común de esta evolución fue un aumento comparativamente acusado de las horas trabajadas en el sector industrial en el contexto de la recuperación económica en curso.

Medida por persona ocupada, la tasa de crecimiento interanual de la productividad del trabajo volvió a elevarse en el segundo trimestre de 2010, situándose en el 2,6%. La actual mejora de la productividad en la zona del euro refleja el ajuste retardado del empleo a la evolución del crecimiento del producto. La tasa de crecimiento de la productividad del trabajo fue superior a la de la retribución por asalariado por segundo trimestre consecutivo. En consecuencia, la tasa de crecimiento interanual de los costes laborales unitarios volvió a ser negativa en el segundo trimestre (-0,6%). El actual descenso de los costes laborales unitarios debería favorecer los márgenes de las empresas, que se vieron seriamente afectados por la recesión en 2009.

De cara al futuro, se espera que la productividad del trabajo crezca más a medida que el empleo se vaya recuperando, aunque a un ritmo más reducido. Esta evolución, en combinación con una tasa de crecimiento de la remuneración por asalariado todavía contenida, aunque en gradual aumento, debería contribuir a un moderado repunte del crecimiento de los costes laborales unitarios de las empresas de la zona del euro. Sin embargo, es probable que persista la contención de las presiones sobre los costes laborales a medio plazo, a la luz de la mejora gradual del mercado de trabajo.

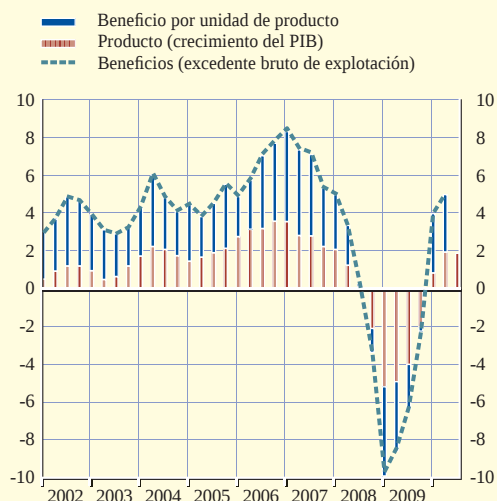
3.4 EVOLUCIÓN DE LOS BENEFICIOS EMPRESARIALES

Durante la recesión de 2008-2009 se produjo una fuerte contracción de los beneficios empresariales, debido a la resistencia de los costes laborales y a la disminución de la productividad de las empresas, asociadas al menor ajuste del empleo, en comparación con anteriores fases recesivas del ciclo. Tras contraerse durante cinco trimestres consecutivos a partir de finales de 2008 (véase gráfico 45), continuó la recuperación de los beneficios empresariales de la zona del euro, que se elevaron en el primer y segundo trimestres de 2010, un 4% y un 5% en tasa interanual, respectivamente. Estos aumentos fueron consecuencia de la expansión de la actividad económica (volumen) y del incremento del margen por unidad de producto, que se benefició del descenso del crecimiento de los costes laborales unitarios.

La rentabilidad mejoró notablemente en la industria en el primer semestre de 2010, tras las pronunciadas caídas observadas en 2009, con un incremento interanual de los beneficios superior al 25% en el segundo trimestre, debido a que, en este sector, los beneficios tienden a seguir un patrón cíclico más acusado que en el conjunto de la economía (véase gráfico 46). Sin embargo, pese a este reciente aumento, los beneficios registrados en el sector industrial en el segundo trimestre de

Gráfico 45 Detalle del crecimiento de los beneficios por producto y beneficio por unidad de producto en la zona del euro

(tasas de variación interanual; datos trimestrales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

2010 se situaron en un nivel bastante reducido, próximo al observado a mediados de 2005. En el sector de servicios de mercado, los beneficios siguieron creciendo en tasa interanual en el segundo trimestre (un 1,3%), tras haberse contraído durante cuatro trimestres consecutivos en el transcurso de 2009.

De cara al futuro, la mejora de las condiciones de demanda y el esperado aumento cíclico de la productividad deberían propiciar nuevos incrementos de los beneficios, en un modo similar al observado en anteriores fases expansivas del ciclo. Sin embargo, persiste una elevada incertidumbre.

3.5 PERSPECTIVAS DE INFLACIÓN

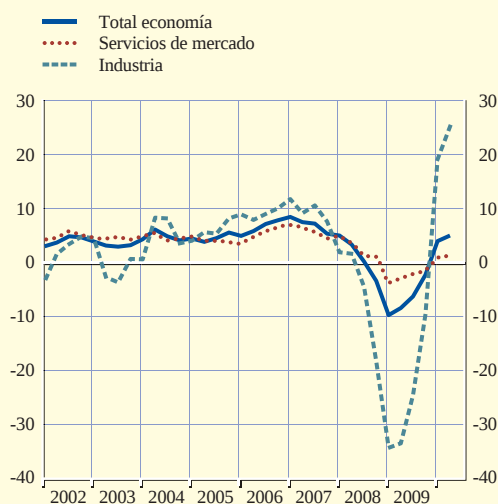
En los próximos meses, se espera que las tasas de inflación medidas por el IAPC oscilen en torno a los niveles actuales, antes de volver a moderarse en el transcurso del próximo año. En general, las tasas de inflación deberían mantenerse en una senda moderada en el futuro próximo. Las expectativas de 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.

Esta valoración se refleja también en las proyecciones macroeconómicas de diciembre de 2010 elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro, que sitúan la inflación interanual medida por el IAPC en un intervalo comprendido entre el 1,5% y el 1,7% en 2010, entre el 1,3% y el 2,3% en 2011, y entre el 0,7% y el 2,3% en 2012 (véase sección 6). En comparación con las proyecciones macroeconómicas de septiembre de 2010 elaboradas por los expertos del BCE, el intervalo para 2010 no cambia, mientras que el correspondiente a 2011 es ligeramente mayor. Las previsiones disponibles de los organismos internacionales proporcionan datos prácticamente similares.

Los riesgos para las perspectivas de evolución de los precios están, en general, equilibrados. Los riesgos alcistas están relacionados, en particular, con la evolución de los precios de las materias primas energéticas y no energéticas. Además, los impuestos indirectos y los precios administrados podrían registrar aumentos superiores a los esperados actualmente, debido a la necesidad de sanear las finanzas públicas en los próximos años. Al mismo tiempo, se espera que los riesgos relacionados con la evolución de los precios y costes internos sigan siendo moderados.

Gráfico 46 Evolución de los beneficios en la zona del euro por principales ramas de actividad

(tasas de variación interanual; datos trimestrales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

4 PRODUCTO, DEMANDA Y MERCADO DE TRABAJO

La actividad económica de la zona del euro ha venido registrando una expansión desde mediados de 2009. Tras un crecimiento excepcionalmente intenso en el segundo trimestre, el PIB real de la zona del euro creció un 0,4%, en tasa intertrimestral, en el tercer trimestre de 2010. Los últimos datos publicados y la evidencia proveniente de las encuestas confirman, en general, la opinión de que el positivo dinamismo subyacente de la recuperación se mantiene y apuntan a un crecimiento sostenido del PIB en el cuarto trimestre de este año. La recuperación en marcha a escala mundial, y su impacto sobre la demanda de exportaciones de la zona del euro, debería seguir sosteniendo la economía de la zona del euro. Al mismo tiempo, el nivel de confianza empresarial se mantiene relativamente elevado y la demanda interna del sector privado debería contribuir cada vez más al crecimiento, respaldada por la orientación acomodaticia de la política monetaria y por las medidas adoptadas para restablecer el funcionamiento del sistema financiero. Sin embargo, se prevé que el proceso de ajuste de los balances que se está llevando a cabo en varios sectores modere el ritmo de la recuperación.

Esta valoración también es acorde con las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro de diciembre de 2010, según las cuales el crecimiento interanual del PIB real se situará en un intervalo comprendido entre el 1,6% y el 1,8% en 2010, entre el 0,7% y el 2,1% en 2011 y entre el 0,6% y el 2,8% en 2012. Como la incertidumbre sigue siendo elevada, los riesgos para las perspectivas económicas se inclinan a la baja.

4.1 PIB REAL Y COMPONENTES DE LA DEMANDA

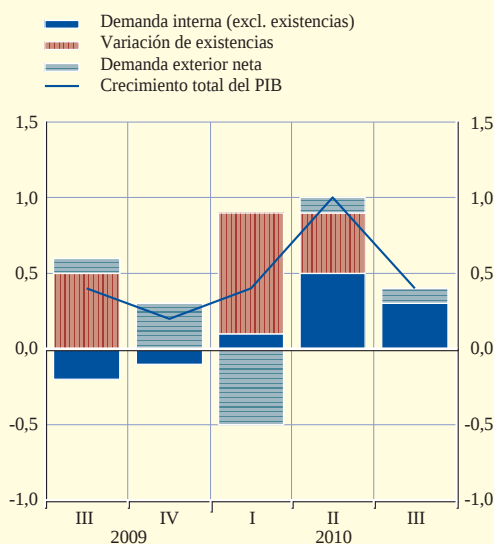
Según la estimación preliminar de Eurostat, el PIB real de la zona del euro creció un 0,4%, en tasa intertrimestral, en el tercer trimestre de 2010, frente al 1% registrado en el segundo trimestre (véase gráfico 47). La demanda interna fue la variable que más contribuyó a este resultado, junto con una reducida aportación positiva de la demanda exterior neta, mientras que la contribución de las existencias fue nula. Los indicadores disponibles sugieren que la positiva dinámica subyacente de la recuperación se mantiene.

CONSUMO PRIVADO

Si bien la actividad económica de la zona del euro empezó a recuperarse en el segundo semestre de 2009, el consumo privado ha mantenido su debilidad tras las importantes contracciones registradas durante el punto más bajo de la última recesión económica de finales de 2008 y principios de 2009. En el tercer trimestre de 2010, el consumo privado aumentó un 0,3%, en tasa intertrimestral, frente al 0,2% del segundo trimestre y al 0,3% del primero. Como resultado, el consumo ha vuelto a ganar casi la mitad del terreno perdido durante la recesión. Los indicadores más recientes apuntan a un nuevo avance del gasto en consumo en la zona del euro durante el cuarto trimestre de 2010. El crecimiento del consumo varió entre los distintos países en el tercer trimestre de 2010, con sólidas tasas de crecimiento positivo en algunos países y con tasas negativas en otros, como consecuencia, en parte, de los incrementos del IVA.

Gráfico 47 Crecimiento del PIB real y contribuciones

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



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

La evolución de los mercados de trabajo constituye el principal factor determinante del débil crecimiento del consumo desde que se inició la recuperación, debido a su efecto sobre la renta de los hogares y sobre el ahorro por motivos de precaución. Como los mercados de trabajo han venido estabilizándose desde principios de 2010, la remuneración nominal de los asalariados también ha aumentado, lo que, a su vez, ha tenido una incidencia positiva sobre el consumo. Sin embargo, el crecimiento de la remuneración se ha visto compensado por la inflación, medida por el deflactor del consumo privado. En cuanto a los distintos componentes de la renta de los hogares, la contribución del excedente bruto de explotación y de la renta mixta de los hogares fue menos negativa en el primer semestre de 2010 que en períodos anteriores, mientras que el impacto de las prestaciones sociales netas de cotizaciones en la renta total ha sido menos favorable (véase el recuadro titulado «Cuentas integradas de la zona del euro del segundo semestre de 2010», en el Boletín Mensual de noviembre de 2010). En general, después de registrar una acusada caída en 2009, la renta nominal empezó a recuperarse en el primer semestre de 2010, a pesar de que, en términos reales, se mantiene en valores negativos.

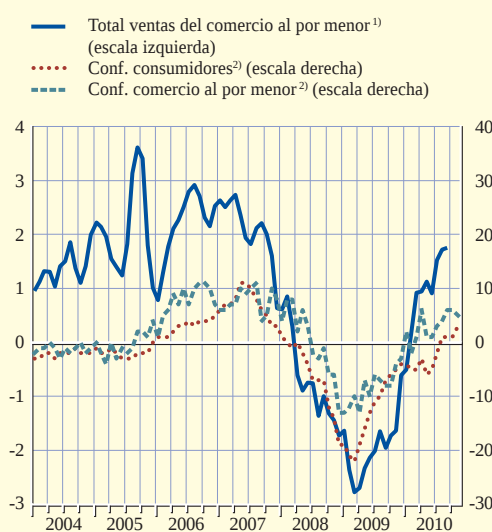
Un factor adicional que determinó el débil crecimiento del consumo fue la fuerte reducción de la riqueza financiera en 2008 y en 2009, que ha tenido un efecto prolongado en el ahorro y en el consumo en 2010. La contracción de los precios de la vivienda en 2009 también incidió negativamente en la evolución del consumo, a través de su efecto sobre la riqueza inmobiliaria. Sin embargo, tanto la riqueza financiera como la inmobiliaria parecen haberse incrementado en el primer semestre de 2010 (véase, también, el recuadro titulado «Evolución reciente del mercado de la vivienda en la zona del euro», que figura en la sección 3).

Además de estos factores, la disponibilidad de crédito al consumo constituye un indicador importante de la evolución del gasto en consumo. La última encuesta sobre préstamos bancarios del BCE sugiere que no se produjo un nuevo endurecimiento neto de los criterios de aprobación del crédito al consumo en el tercer trimestre de 2010, y que los bancos esperan una ligera relajación neta de dichos criterios en el cuarto trimestre, tras más de dos años de endurecimiento continuado (véase, también, el recuadro titulado «Resultados de la encuesta sobre préstamos bancarios de la zona del euro de octubre de 2010», en el Boletín Mensual de noviembre de 2010).

Por último, la incertidumbre relativa a la situación económica, en general, y a las perspectivas de empleo, en particular, también ha llevado a los consumidores a contener su gasto en los últimos trimestres. Este hecho puede apreciarse en el indicador de confianza de los consumidores de la encuesta de opinión de la Comisión Europea, que descendió de forma muy pronunciada hasta comienzos de 2009 (véase gráfico 48), contribuyendo a un aumento de la tasa de ahorro. No obstante, la confianza de los consumidores ha mejorado desde entonces y ha alcanzado niveles próximos a

Gráfico 48 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.

su media de largo plazo en el tercer trimestre de 2010, lo que contribuyó a una reducción de la tasa de ahorro en el primer y segundo trimestre de 2010. La confianza de los consumidores se mantuvo sin cambios en octubre y mejoró nuevamente en noviembre. Si bien este hecho debería sostener el gasto en consumo, el indicador de compras de bienes duraderos, que muestra la correlación más elevada con el crecimiento interanual del consumo en la zona del euro, se mantiene en un nivel reducido, pese al incremento observado en noviembre.

Por lo que respecta a la evolución más reciente de los indicadores de producción y demanda, las ventas del comercio al por menor se elevaron un 0,5%, en tasa intertrimestral, en el tercer trimestre de 2010, tras un incremento del 0,1% en el segundo trimestre (véase gráfico 48). Las matriculaciones de automóviles cayeron un 0,2% en el tercer trimestre del año y un 7,2%, en términos intermensuales, en octubre. Tomando ambos indicadores en conjunto se observa que las ventas del comercio al por menor, incluidos los automóviles, aumentaron un 0,4% en el tercer trimestre de 2010, tras una reducción del 0,7% en el segundo trimestre. Sin embargo, el índice de directores de compras relativo a las ventas del comercio al por menor apunta a unas tasas de crecimiento ligeramente más bajas de las ventas del comercio minorista a comienzos del cuarto trimestre.

INVERSIÓN

La formación bruta de capital en la zona del euro se contrajo por octavo trimestre consecutivo, desde el segundo trimestre de 2008 hasta el primer trimestre de 2010. Desde entonces, la inversión privada se ha incrementado, con una sólida tasa de crecimiento en el segundo trimestre de 2010 y con una tasa de crecimiento nula en el tercer trimestre. Sin embargo, parece que, en algunos países, el buen resultado del segundo trimestre se vio muy influido por factores temporales, en concreto por el aplazamiento de la inversión en construcción en el primer trimestre, debido a las adversas condiciones meteorológicas, y por el impacto de la retirada de los incentivos fiscales en el tercer trimestre.

La desagregación de la inversión en el tercer trimestre de 2010 no se ha publicado aún. La información disponible indica que la inversión en construcción mantuvo su debilidad, debido a los ajustes registrados en los mercados de la vivienda en varios países de la zona del euro. En el tercer trimestre de 2010, la producción de la construcción se redujo un 3,2%, en tasa intertrimestral, tras registrar un crecimiento positivo en el segundo trimestre, que estuvo relacionado en parte con los efectos de carácter temporal mencionados anteriormente. Sin embargo, las licencias de obras apuntan tímidamente a unas mejores perspectivas para la inversión en vivienda en los próximos meses (véase, también, el recuadro titulado «Evolución reciente del mercado de la vivienda en la zona del euro», que figura en la sección 3). La encuesta de opinión de la Comisión Europea y la encuesta a los directores de compras sugieren que la actividad en el sector de la construcción se mantiene estancada, aunque las expectativas para los próximos trimestres son más favorables.

En cuanto a la inversión, excluida la construcción, que se compone principalmente de activos destinados a la producción de bienes y servicios, las bajas expectativas de demanda, el crecimiento negativo de los beneficios y el endurecimiento de los criterios de aprobación del crédito tuvieron un efecto adverso sobre la inversión durante la recesión económica, provocando descensos muy importantes a finales de 2008 y principios de 2009. Desde mediados de 2009, la contracción de la inversión, excluida la construcción, ha sido mucho más suave, como consecuencia del fortalecimiento de la actividad económica general y de unas condiciones de financiación menos restrictivas. Sin embargo, cabe la posibilidad de que la continuada reestructuración de los balances en algunos sectores y la reducida utilización de la capacidad productiva sigan teniendo un efecto moderador sobre la inversión. La tasa de crecimiento intertrimestral de la producción de bienes de equipo, un indicador de la inversión futura, excluida la

construcción, fue elevada en el tercer trimestre, aunque más baja que la del segundo trimestre. La confianza industrial también fue elevada en el tercer trimestre de 2010, y continuó proporcionando señales positivas en octubre y noviembre. Según las encuestas de la Comisión Europea, la utilización de la capacidad productiva siguió aumentando en octubre, con respecto a julio, aunque su nivel continuó siendo reducido. El número de encuestados que indican restricciones de oferta como consecuencia de una falta de equipo o de espacio y de la escasez de mano de obra se incrementó. Al mismo tiempo, la demanda insuficiente siguió siendo un factor que limitaba la producción de manera menos importante que en la última encuesta, aunque su nivel continuaba siendo relativamente elevado. En cuanto a los criterios de aprobación del crédito, según la última encuesta sobre préstamos bancarios, el porcentaje neto de entidades que informaban de un endurecimiento de los criterios de aprobación de los préstamos y las líneas de crédito a empresas se redujo, pero siguió siendo positivo en el tercer trimestre de 2010 (véase, también, el recuadro titulado «Resultados de la encuesta sobre préstamos bancarios de la zona del euro de octubre de 2010», en el Boletín Mensual de noviembre de 2010). En general, se prevé que la inversión, excluida la construcción, siga siendo débil en el cuarto trimestre, debido a las perspectivas de un crecimiento de la demanda interna relativamente tímido, así como a causa de las restricciones financieras, la elevada incertidumbre y el alto nivel de capacidad productiva sin utilizar.

La encuesta semestral de la Comisión Europea sobre inversión correspondiente a octubre/noviembre apunta, asimismo, a una débil actividad inversora en el segundo semestre de 2010 y a unas perspectivas más favorables en 2011, con buenas expectativas en cuanto a las empresas productoras de bienes de equipo, aunque se prevé que la inversión siga siendo prácticamente estable en las de bienes de consumo y que decrezca ligeramente en las de bienes intermedios.

En resumen, se prevé que la inversión agregada sea débil en el cuarto trimestre y que crezca de forma moderada en 2011. Si bien el coste real de la financiación es reducido, debido a la orientación acomodaticia de la política monetaria, se espera que el crecimiento de la inversión en los próximos trimestres se vea frenado por la retirada de los incentivos fiscales, el actual proceso de ajuste de los balances y la elevada incertidumbre.

CONSUMO PÚBLICO

El consumo público ha sostenido la actividad económica durante la recesión, ya que varias partidas de gasto en consumo público se han visto relativamente poco afectadas por la evolución cíclica, y, en cierta medida, porque los Gobiernos de la zona del euro han adoptado medidas para respaldar la demanda. En general, el crecimiento del consumo público ha sido menor que en el pasado reciente, pero actualmente aún está sometido a una considerable volatilidad. Se prevé que el impulso sobre la demanda interna procedente del consumo público se modere en el futuro próximo, como consecuencia de los esfuerzos de consolidación presupuestaria que se espera que se lleven a cabo en varios países de la zona del euro.

EXISTENCIAS

Cuando la recesión golpeó la zona del euro, las empresas respondieron reduciendo sus existencias de forma acusada. Esta reacción, que es normal desde una perspectiva cíclica, se vio potenciada por un aumento de atención sobre la gestión del efectivo a raíz del incremento de las restricciones crediticias. Al recuperarse la demanda de manera gradual, el ritmo de desacumulación de existencias se ha desacelerado, dando lugar a una contribución positiva o nula al crecimiento del PIB desde el tercer trimestre de 2009. La contribución acumulada durante estos trimestres, que se estima en 1,5 puntos porcentuales, se corresponde básicamente con la negativa aportación acumulada durante el primer semestre de 2009. Esta evolución ha reflejado en mayor o menor medida el pronunciado descenso del crecimiento del PIB, al que ahora le sigue una recuperación cíclica.

En línea con la recuperación, y junto con expectativas de aumento de la demanda, la variación de existencias contribuyó considerablemente al crecimiento intertrimestral del PIB en el primer trimestre de 2010 (0,8 puntos porcentuales), mientras que las aportaciones en el segundo y tercer trimestre fueron menores (0,2 puntos porcentuales y cero, respectivamente). De cara al futuro, las encuestas y la evidencia anecdótica indican que las existencias se mantendrán en niveles relativamente reducidos, lo que sugiere que las contribuciones al crecimiento del PIB de la zona del euro serán neutrales en los próximos trimestres. No obstante, existe cierta incertidumbre de carácter estadístico en torno a la manera en la que se estiman las existencias.

COMERCIO

Después de una fuerte contracción hacia finales de 2008 y a comienzos de 2009 y de un nuevo descenso más moderado en el segundo trimestre de 2009, tanto las importaciones como las exportaciones han aumentado, en términos intertrimestrales, desde mediados de 2009. Esta recuperación ha sido generalizada prácticamente en todas las principales categorías de productos. En especial, las importaciones y exportaciones de bienes intermedios, que constituyeron el principal determinante de la contracción anterior observada en los flujos comerciales, mostraron incrementos considerables.

El comercio exterior de la zona del euro siguió creciendo en el tercer trimestre de 2010, impulsado por la recuperación de la economía internacional y por la mejora de la actividad económica en la zona del euro. Sin embargo, la tasa de crecimiento no fue tan sólida como la observada en el primer semestre del año, lo que era coherente con una moderación de la demanda mundial. El crecimiento intertrimestral de las exportaciones fue más acusado que el de las importaciones en el tercer trimestre del año; como consecuencia, la demanda exterior neta realizó una contribución positiva al crecimiento del PIB en el tercer trimestre de 2010, de 0,1 puntos porcentuales, similar a la aportación efectuada en el segundo trimestre.

De cara al futuro, se espera que el crecimiento de la economía mundial —y de las economías emergentes, en particular— siga siendo positivo, aunque algo menos vigoroso que en el primer semestre del año. Como se prevé que la recuperación de la zona del euro sea moderada y menos dinámica que el repunte de la economía mundial, el crecimiento de las importaciones puede ser ligeramente más lento que el de las exportaciones. Por consiguiente, es probable que la demanda exterior neta contribuya positivamente al crecimiento del PIB de la zona del euro en los próximos trimestres.

4.2 PRODUCTO, OFERTA Y MERCADO DE TRABAJO

Desde una perspectiva de valor añadido, la recuperación de la zona del euro fue inicialmente mayor en la industria, mientras que el crecimiento en la rama de servicios siguió siendo moderado. No obstante, esta última rama pasó a ser más dinámica en 2010, contribuyendo, en términos intertrimestrales, al crecimiento del valor añadido total en un importe similar al del sector industrial. El valor añadido de la construcción mantuvo su estancamiento, aunque se observó cierta volatilidad debida a los efectos de carácter temporal relacionados con las condiciones meteorológicas en el primer y segundo trimestre de 2010. El valor añadido total se incrementó un 0,3% en el tercer trimestre de 2010, frente a la tasa de crecimiento del 0,8% del trimestre anterior. Pese a estos recientes incrementos, más de la mitad de las pérdidas de valor añadido causadas por la recesión se mantienen, ya que el valor añadido solo ha registrado un alza del 2,3% desde el mínimo observado en la actividad en el segundo trimestre de 2009. Los datos de las encuestas sugieren un nuevo aumento del valor añadido en el cuarto trimestre de 2010.

La situación de los mercados de trabajo se ha estabilizado en la zona del euro (véase más adelante la sección relativa a los mercados de trabajo). Tras el fuerte deterioro experimentado en 2009, tanto el crecimiento del empleo como la tasa de paro han sido bastante estables desde principios de año.

PRODUCTO POR RAMAS DE ACTIVIDAD

Tras cinco trimestres consecutivos de crecimiento negativo, el valor añadido de la industria (excluida la construcción) empezó a aumentar en el tercer trimestre de 2009 y creció un 0,1%, en tasa intertrimestral, en el tercer trimestre de 2010, frente al 2% del trimestre anterior. La producción industrial registró un avance en las principales ramas de actividad, en particular en la de bienes de equipo (véase gráfico 49). Sin embargo, en el tercer trimestre de 2010 todas las principales ramas de actividad mostraron tasas de crecimiento más bajas que en el trimestre anterior. A pesar de haber crecido ininterrumpidamente durante los últimos cinco trimestres, el valor añadido de la industria (excluida la construcción) ha recuperado menos de la mitad de las pérdidas de producción incurridas durante la recesión. Las tasas de utilización de la capacidad productiva se elevaron en octubre, en comparación con julio, según la encuesta de la Comisión Europea. El aumento de las restricciones a la producción procedentes del lado de la oferta constituye un indicio de la mejora de la actividad industrial en el verano, mientras que la demanda insuficiente, a pesar de que disminuyó de julio a octubre, sigue situándose en un nivel elevado. La menor tasa de crecimiento registrada en la industria en el tercer trimestre de 2010 puede estar relacionada, en parte, con la producción de automóviles, que se recuperó rápidamente hasta mediados de 2010, alcanzando niveles muy superiores a las ventas agregadas de automóviles. Como resultado, se espera que la producción de vehículos haya sido más moderada en el tercer trimestre de 2010 (véase, también, el recuadro titulado «Evolución de la industria automovilística internacional y en la zona del euro»).

Recuadro 5

EVOLUCIÓN DE LA INDUSTRIA AUTOMOVILÍSTICA INTERNACIONAL Y EN LA ZONA DEL EURO

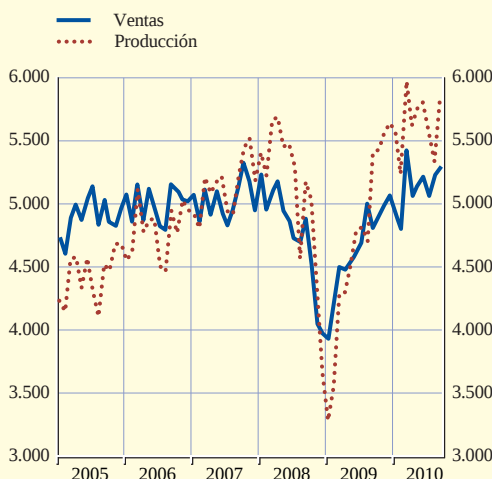
Aunque las compras de automóviles constituyen una proporción pequeña del consumo privado (en torno al 5% en la zona del euro), el sector de la automoción en su conjunto —que incluye el sector de suministros, los concesionarios, etc.— desempeña un papel mucho mayor a la hora de explicar el valor añadido total. Así pues, en el pasado, la producción y las ventas de automóviles han seguido las fluctuaciones del ciclo económico, medido por la demanda agregada, de manera razonablemente cercana. Sin embargo, más recientemente, esta relación entre adquisición de vehículos y crecimiento se ha visto distorsionada por los distintos incentivos fiscales a la compra de automóviles que se adoptaron (o que aún no se han retirado) en distintos países, dentro y fuera de la zona del euro. En este contexto, este recuadro analiza la evolución reciente de la producción y compra de vehículos en la zona del euro, así como a escala mundial.

Ventas de automóviles en la zona del euro y a escala mundial

En 2008 y 2009, la crisis financiera internacional afectó, como a muchos otros sectores, al sector de la automoción. Ciertamente, las ventas de automóviles a escala mundial se desplomaron casi un 25%, desde el máximo alcanzado en abril de 2008 hasta el mínimo de enero de 2009 (véase gráfico A), al endurecerse las condiciones de financiación en todo el mundo, caer la riqueza neta de los hogares, aumentar enormemente la incertidumbre y deteriorarse los mercados de trabajo. Aunque, inicialmente fue Estados Unidos el centro de este desplome, otros países, incluidos los que pertenecen a la zona del euro, se vieron también afectados por la recesión mundial. En enero de 2009, las ventas en la

Gráfico A Producción y venta de automóviles a escala mundial

(miles de unidades; datos mensuales)



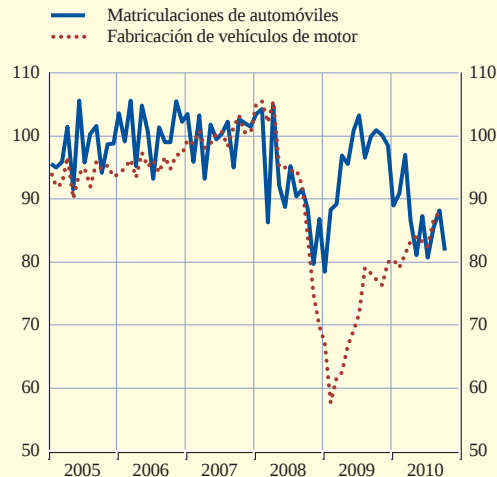
Fuentes: Haver Analytics, CEIC y cálculos del BCE.
Nota: Las últimas observaciones se refieren a septiembre de 2010.

zona del euro, medidas por las matriculaciones de automóviles, se situaron más de un 25% por debajo de su máximo más reciente, que se alcanzó en abril de 2008 (véase gráfico B), es decir, en línea con el panorama internacional¹.

Este descenso tuvo repercusiones significativas en la producción industrial a escala mundial debido a los vínculos en la cadena de suministros internacional, pues la producción de automóviles representa una parte importante de la producción industrial en muchos países. Como respuesta, la industria del automóvil ha estado en el centro de las ayudas públicas generalizadas concedidas a través de planes de sustitución de vehículos y de los masivos rescates aprobados por las autoridades públicas en muchos países. A consecuencia de estas medidas de apoyo, las ventas se recuperaron rápidamente tanto en la zona del euro como a escala mundial. El panorama es el mismo si se comparan las economías avanzadas y las emergentes (véase gráfico C). No obstante, si bien las ventas de automóviles ya han superado los niveles anteriores a la crisis en las economías emergentes, siguen manteniendo su debilidad en las economías avanzadas².

Gráfico B Matriculaciones de automóviles y fabricación de vehículos de motor en la zona del euro

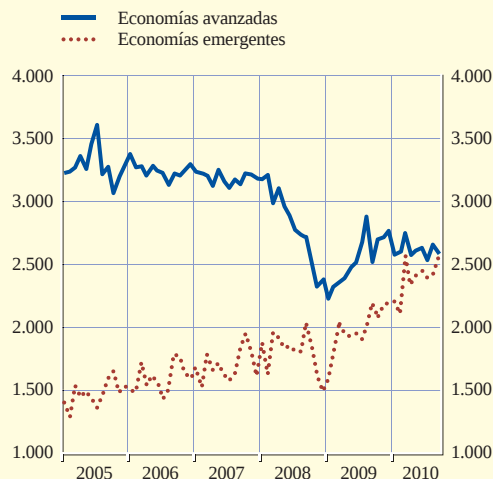
(índice: 2007 = 100; datos mensuales)



Fuentes: ACEA y Eurostat.
Nota: La última observación relativa a las matriculaciones de automóviles se refiere a octubre de 2010, mientras que la de la producción corresponde a septiembre de 2010.

Gráfico C Ventas de automóviles en las economías avanzadas y emergentes

(miles de unidades; datos mensuales)



Fuentes: Haver Analytics, CEIC y cálculos del BCE.
Nota: Las últimas observaciones se refieren a septiembre de 2010.

¹ Las ventas de vehículos comerciales, que no se tratan en este recuadro, se vieron incluso más afectadas por la recesión mundial.

² Para más información, véase el sitio web de la Asociación Europea de Fabricantes de Automóviles (ACEA, en sus siglas en inglés) <http://www.acea.be/index.php> y el recuadro titulado «Los efectos de los planes de sustitución de automóviles en los países de la zona del euro», en el Boletín Mensual de octubre de 2009.

Producción de vehículos de motor en la zona del euro y a escala mundial

También se obtienen algunas observaciones interesantes si se compara la demanda de automóviles con la producción³. La producción respondió con cierto retraso a la reducción de la demanda que se registró en 2008 a escala mundial y de la zona del euro. Sin embargo, la oferta mundial experimentó un descenso y, a comienzos de 2009, el nivel de producción ya era mucho más bajo que un año antes. El crecimiento de la producción se mantuvo por debajo del de las ventas, lo que sugiere que se produjo una masiva desacumulación de existencias durante este período. En la zona del euro, la diferencia entre la producción y las matriculaciones de automóviles no puede trasladarse directamente al movimiento de las existencias, ya que una gran proporción de la producción de la zona del euro está destinada a la exportación. Sin embargo, este panorama de desacumulación de existencias se ve confirmado por la evolución internacional y la evidencia anecdótica, así como por el hecho de que las restricciones crediticias que se registraron durante la recesión obligaron a las empresas a reducir sus existencias a fin de obtener liquidez y mantener el flujo de caja.

Como consecuencia de los programas de apoyo y del correspondiente aumento de las ventas de automóviles, pronto se incrementó la producción de vehículos. Ciertamente, como muestra el gráfico A, aunque la producción cayó de forma acusada por debajo de las ventas a comienzos de 2009 (lo que causó el agotamiento de las existencias), se ha recuperado rápidamente desde entonces, y actualmente se sitúa en niveles muy por encima de las ventas de automóviles agregadas. A mediados de 2010, la producción de vehículos fue casi un 10% más elevada que las ventas, ambas a escala mundial⁴. Del mismo modo, la producción en la zona del euro también ha registrado un rápido avance desde 2009, una evolución que puede atribuirse en gran medida a la demanda mundial, sobre todo de las economías emergentes.

Perspectivas a corto plazo

En la zona del euro, es probable que, en 2010, se haya invertido el patrón de aumento de las ventas de automóviles y de contracción del PIB que se observó en 2009. Se espera que la recuperación del PIB se mantenga, pero las compras de automóviles han descendido a causa de la retirada de los incentivos fiscales. Se estima que las matriculaciones de vehículos en la zona del euro se reducirán un 10% en 2010 (utilizando los datos disponibles hasta octubre de 2010), tras una subida de más del 3% en 2009. Por otra parte, se prevé que el PIB aumente entre el 1,6% y el 1,8% (según las últimas proyecciones elaboradas por los expertos del Eurosistema), tras una contracción del 4,1% en 2009. De cara al futuro, la evolución reciente de las ventas de automóviles, tanto en la zona del euro como en otras economías avanzadas, tiende a señalar una estabilización de las ventas en los próximos meses, al tiempo que se espera que las ventas de vehículos en las economías emergentes sigan siendo importantes.

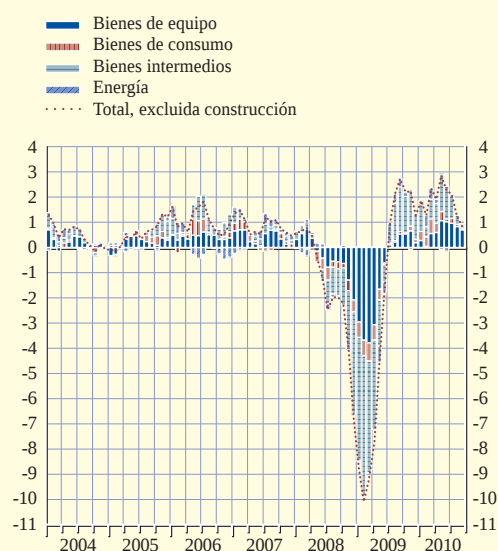
3 La serie de producción de la zona del euro incluye vehículos de motor, remolques y semirremolques, por lo que no es plenamente comparable con las matriculaciones de automóviles.

4 No se puede efectuar este análisis para la zona del euro, porque la producción se publica en forma de índice.

De cara al futuro, los nuevos pedidos industriales recibidos, que deberían reflejarse posteriormente en la producción, aumentaron nuevamente en el tercer trimestre de 2010, pero a una tasa de crecimiento menor que en el trimestre anterior. Además, las encuestas de opinión sugieren que el crecimiento de la industria siguió siendo positivo a comienzos del cuarto trimestre de 2010 (véase gráfico 50). El índice de directores de compras relativo a la producción del sector manufacturero de la zona del euro mejoró

Gráfico 49 Crecimiento de la producción industrial y contribuciones

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

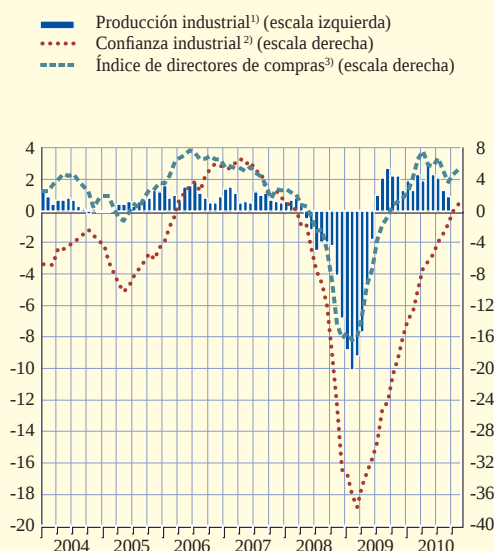


Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Nota: Los datos mostrados se calculan como medias móviles de tres meses, frente a la media correspondiente a los tres meses anteriores.

Gráfico 50 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 octubre y noviembre. Este índice se sitúa ahora próximo al nivel observado en el tercer trimestre e indica tasas de crecimiento positivas. La confianza industrial aumentó de nuevo en octubre y noviembre, según la encuesta de opinión de la Comisión Europea.

La actividad en la construcción se redujo un 0,6% en el tercer trimestre 2010 y se sitúa ahora más de un 10% por debajo del nivel observado antes de que se iniciará la recesión (es decir, en el primer trimestre de 2008). Si no se tiene en cuenta la volatilidad observada en los dos primeros trimestres de 2010, la actividad constructora sigue siendo moderada, en general, a causa de los ajustes efectuados en los mercados de la vivienda de una serie de países de la zona del euro después de los descensos registrados en los precios de los inmuebles residenciales. En lo que se refiere a las encuestas, la encuesta de la Comisión Europea y la encuesta de directores de compras sugieren que la construcción podría mantener su debilidad más allá del tercer trimestre, pero que mejoraría con respecto a la evolución tan negativa observada anteriormente.

La actividad en los servicios es mucho menos sensible a la evolución cíclica que la actividad en la industria y en la construcción. El valor añadido de los servicios experimentó un incremento del 0,5% en el tercer trimestre del 2010, ligeramente por debajo del 0,6% del segundo trimestre. Por lo tanto, el valor añadido de los servicios ha compensado totalmente el descenso observado durante la recesión. La información disponible sobre los principales subsectores de esta rama de actividad muestra que, tras las acusadas caídas observadas en torno a finales del 2008 y principios de 2009, el valor añadido ha crecido

en los tres subsectores. De cara al futuro, los datos procedentes de las encuestas publicados recientemente indican que la rama de servicios registró un crecimiento adicional en el cuarto trimestre de 2010, habiendo aumentando de octubre a noviembre los indicadores de la encuesta de la Comisión Europea y de la encuesta a los directores de compras relativos a esta rama.

MERCADO DE TRABAJO

Tras la resistencia observada en el empleo de la zona del euro durante la recesión económica, el crecimiento de esta variable sigue siendo débil en la recuperación actual, aunque los indicadores apuntan a una clara estabilización de los mercados de trabajo. Como gran parte del ajuste realizado en el empleo durante la recesión se llevó a cabo mediante una reducción de las horas trabajadas por ocupado más que mediante importantes recortes de empleo en muchos países, las señales de mejora en los mercados de trabajo también tienden a ser más visibles en términos de horas trabajadas, donde se han observado moderados incrementos desde el inicio del año. Sin embargo, las horas trabajadas y las personas ocupadas se mantienen muy por debajo de los niveles registrados al inicio de la recesión económica. En general, el descenso del empleo desde el máximo al mínimo cíclico fue mayor en la industria (excluida la construcción) y en la construcción, mientras que el empleo en los servicios cayó mucho menos durante el mismo periodo.

La situación de los mercados de trabajo ha seguido estabilizándose en los últimos meses. Desde la edición anterior del Boletín Mensual no se han publicado nuevas cifras de empleo, pero los últimos datos muestran que el empleo no ha registrado cambios, en términos intertrimestrales, en el primer y segundo trimestre de 2010. Esta evolución, según la cual las pérdidas actuales en la industria y la construcción, a pesar de ir en descenso, se vieron contrarrestadas por un moderado crecimiento del empleo en el sector servicios, marca una notable mejora con respecto a las acusadas caídas observadas en los trimestres anteriores (véase cuadro 8). A nivel sectorial, el empleo en la industria manufacturera (industria, excluida la construcción) continuó cayendo, en términos intertrimestrales, por octavo trimestre consecutivo. Sin embargo, la tasa de descenso se redujo progresivamente desde el máximo cercano al -2%, en tasa intertrimestral, alcanzado en el segundo trimestre de 2009. El empleo en la construcción también cayó en el segundo trimestre de 2010, pero mucho menos que en el primer trimestre cuando se vio afectado por unas condiciones meteorológicas inusualmente adversas. Si no se tiene en cuenta esta volatilidad a corto plazo, la tasa de descenso del empleo en la construcción también se ha reducido progresivamente desde el máximo registrado en el primer trimestre de 2009. Por el contrario, el empleo en los servicios dejó de disminuir

Cuadro 8 Crecimiento del empleo

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

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

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

1) Incluye también educación, salud y otros servicios.

en el cuarto trimestre 2009 y creció en el primer y segundo trimestre de 2010. Una contracción adicional del empleo en el subsector de comercio y transporte se vio contrarrestada con creces por los continuos incrementos observados en otros subsectores, mostrando los servicios financieros y empresariales un nuevo crecimiento del empleo en el segundo trimestre.

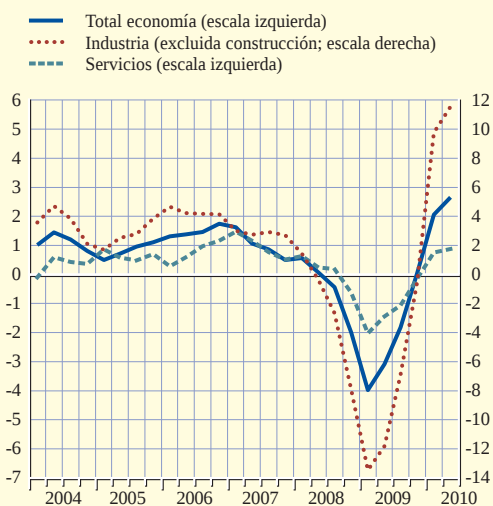
Los datos relativos al total de horas trabajadas mostraron una fuerte disminución en 2009, registrándose un descenso máximo en todos los sectores en el primer trimestre de 2009. Las horas trabajadas se redujeron, en términos intertrimestrales, durante cinco trimestres consecutivos, antes de estabilizarse en el cuarto trimestre de 2009 y de incrementarse ligeramente en los dos primeros trimestres de 2010. La evolución de todos los sectores muestra descensos más prolongados en la industria que en los servicios. En el segundo trimestre de 2010, todos los subsectores, salvo la agricultura y la pesca, contribuyeron al avance de las horas trabajadas, registrándose las tasas de crecimiento mayores en la industria (excluida la construcción) y en los servicios financieros y empresariales.

La recuperación del crecimiento del producto en la zona del euro, junto con la reducción del empleo, han provocado un aumento de productividad desde el segundo trimestre de 2009. El sólido crecimiento del PIB en el segundo trimestre de 2010 y el empleo estable determinaron un incremento interanual de la productividad del 2,6%, con respecto al reducido nivel existente en el mismo trimestre de 2009 (véase gráfico 51). La evolución de la productividad del trabajo por hora trabajada ha mostrado un patrón similar. En concreto, esta variable ha registrado un aumento interanual del 1,8% en el segundo trimestre de 2010. La menor tasa de incremento de la productividad por hora trabajada, comparada con la de la productividad por persona ocupada, refleja el crecimiento de las horas trabajadas por asalariado en términos interanuales.

Tras las fuertes subidas del 7,2%, de marzo de 2008, y del 9,9%, de noviembre de 2009, la tasa de paro de la zona del euro ha mostrado señales de estabilización en torno al 10% (10,1% en octubre). Los últimos datos relativos a los mercados de trabajo también indican una estabilización general el mercado de

Gráfico 51 Productividad del trabajo

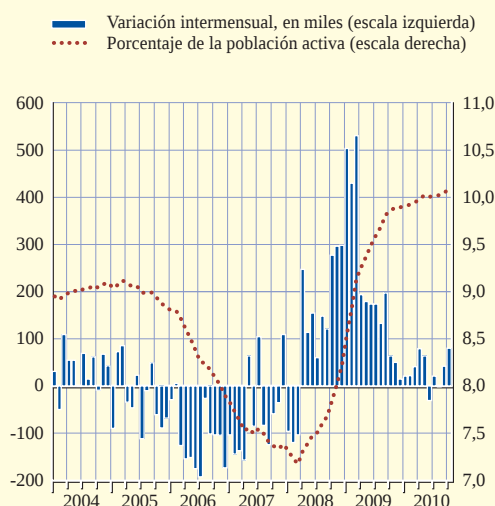
(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Gráfico 52 Desempleo

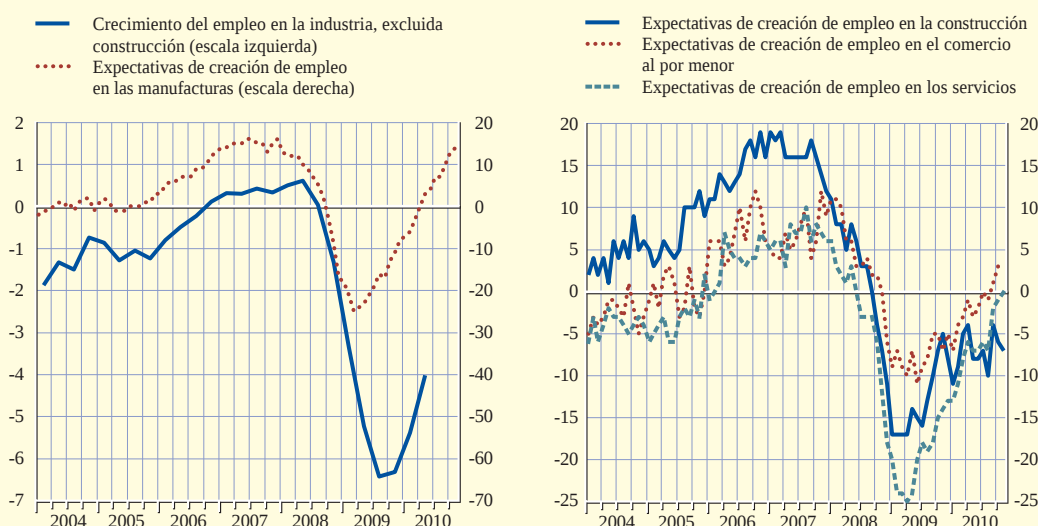
(datos mensuales desestacionalizados)



Fuente: Eurostat.

Gráfico 53 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.

trabajo de la zona del euro en su conjunto, aunque la tasa de paro sigue siendo elevada (véase gráfico 52) y la evolución difiere de un país a otro de la zona del euro (véase el recuadro titulado «Evolución reciente del desempleo en la zona del euro»). Las expectativas de creación de empleo han mejorado con respecto a sus mínimos en casi todos los sectores, lo que sugiere una estabilización adicional en el futuro (véase gráfico 53).

Recuadro 6**EVOLUCIÓN RECIENTE DEL DESEMPLEO EN LA ZONA DEL EURO**

En este recuadro se examina la evolución del desempleo en la zona del euro y en algunos de los países pertenecientes a ella desde 2008, sobre la base de información procedente de la encuesta europea de población activa. El gráfico A ofrece una instantánea de la tasa de paro de los países de la zona del euro en el segundo trimestre de 2010 (los últimos datos trimestrales de la encuesta disponibles actualmente) e inmediatamente antes de que se iniciara la última recesión. Desde el 7,6%, registrado en el último trimestre de 2007, la tasa de desempleo de la zona del euro se elevó hasta el 10% en el segundo trimestre de 2010 —el nivel más alto observado desde el tercer trimestre de 1998—.

Si se consideran los distintos países, España e Irlanda registraron los mayores aumentos en la tasa de paro, ocasionados principalmente por el ajuste en el sector de la construcción. Estos dos países se encuentran entre los países de la zona del euro con tasas de desempleo más elevadas (20% y 14%, respectivamente, en el segundo trimestre de 2010), junto con Eslovaquia (14,4%), Grecia (12%) y Portugal (11%). Dentro de este grupo, una tasa de actividad ligeramente más alta contribuyó al in-

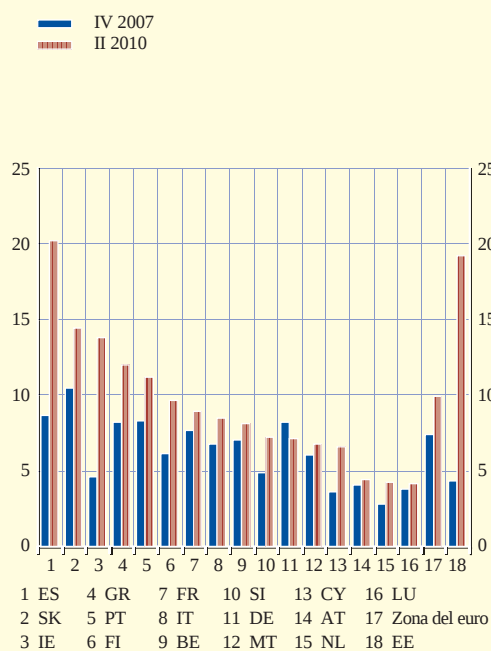
crecimiento del desempleo en España, Grecia y Eslovaquia, mientras que la oferta de trabajo se redujo de forma acusada en Irlanda (como consecuencia de un descenso muy intenso del producto) y, en menor medida, en Portugal.

Al mismo tiempo, la tasa de paro creció moderadamente en un gran número de países de la zona del euro. En particular, desde el último trimestre de 2007 hasta el segundo trimestre de 2010 la tasa de paro registró un aumento de 2 puntos porcentuales en Italia (hasta alcanzar el 8,5%) y de 1 punto porcentual en Francia y Bélgica (hasta el 8,9% y el 8,2%, respectivamente). Diversos factores podrían explicar el moderado impacto de la crisis en el desempleo de estos países, entre ellos la reducción de la oferta de trabajo —que refleja, en parte, un incremento de los trabajadores desanimados a buscar trabajo— y un notable incremento del empleo a tiempo parcial.

Por el contrario, Alemania parece ser un caso excepcional, ya que su tasa de desempleo ha disminuido realmente en el período de referencia. La evolución más favorable del desempleo en Alemania —no solo si se compara con lo ocurrido en otros países de la zona del euro, sino también con recesiones anteriores— se debió principalmente a la reducción del número de horas trabajadas por ocupado en respuesta a la pronunciada caída de la actividad, más que a un descenso del empleo, como en recesiones anteriores. Ello estuvo relacionado, a su vez, con las medidas de reducción de jornada («Kurzarbeit») y con una mayor flexibilidad en la organización del trabajo de las empresas (como las cuentas de horas individuales). Además, un crecimiento relativamente moderado de los

Gráfico A Tasas de desempleo en la zona del euro y en los países de la zona

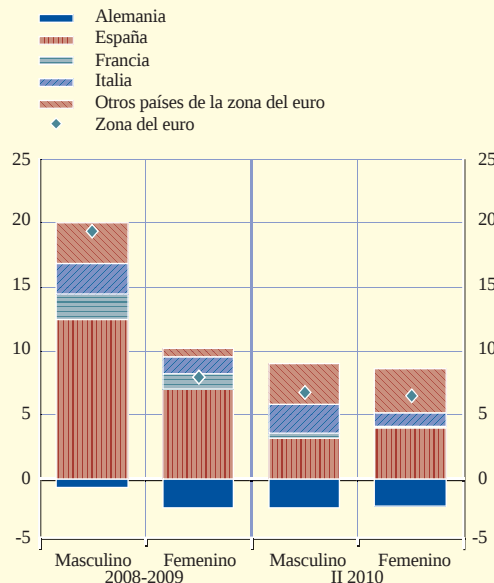
(porcentaje de la población activa)



Fuente: Encuesta Europea de Población Activa.
Nota: Los países se ordenan conforme al nivel de su tasa de paro en el segundo trimestre de 2010 (Estonia se presenta por separado).

Gráfico B Crecimiento del desempleo en la zona del euro, por sexo

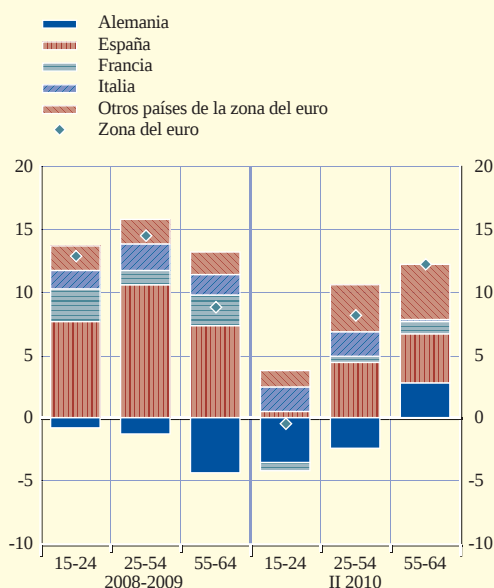
(tasas de variación interanual; puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.
Notas: Las barras se refieren a la contribución de cada país (en puntos porcentuales). Los datos para el período 2008-2009 corresponden a la tasa media de variación interanual durante el período de dos años.

Gráfico C Crecimiento del desempleo en la zona del euro, por edades

(tasas de variación interanual; puntos porcentuales)

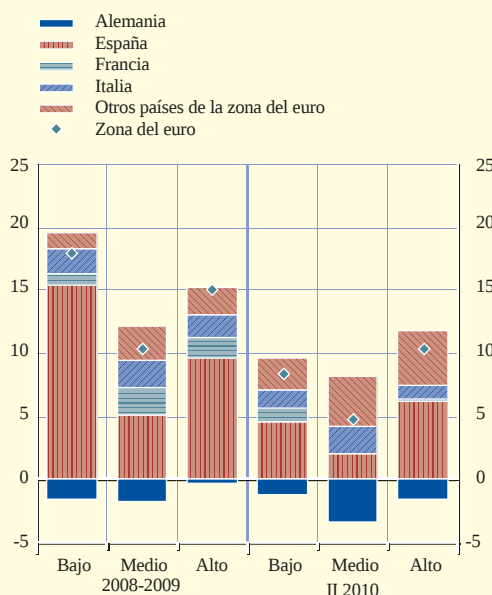


Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: Las barras se refieren a la contribución de cada país (en puntos porcentuales). Los datos para el periodo 2008-2009 corresponden a la tasa media de variación interanual durante el periodo de dos años.

Gráfico D Crecimiento del desempleo en la zona del euro, por nivel educativo

(tasas de variación interanual; puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: Las barras se refieren a la contribución de cada país (en puntos porcentuales). Los datos para el periodo 2008-2009 corresponden a la tasa media de variación interanual durante el periodo de dos años.

salarios, en conjunción con una mejora de la rentabilidad, contribuyó a que se produjera un atesoramiento temporal de trabajo, especialmente en aquellos sectores que habían tenido que hacer frente, previamente, a una importante escasez de mano de obra. Al mismo tiempo, en Alemania, la tasa de actividad ha aumentado, debido principalmente a la incorporación de las mujeres al mercado de trabajo.

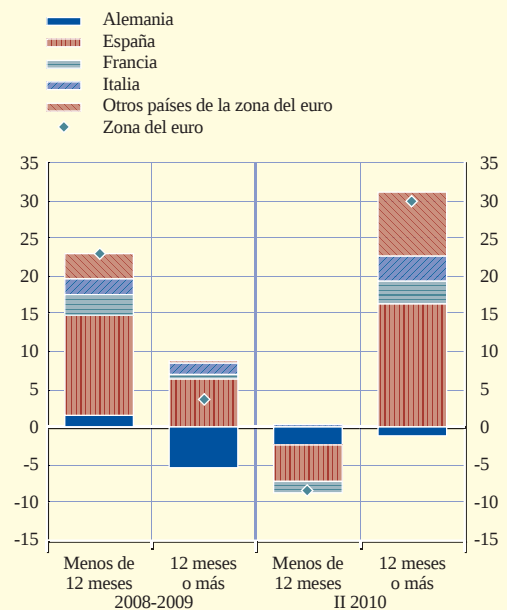
La recesión de 2008-2009 tuvo un impacto relativamente importante en el desempleo de algunos grupos socioeconómicos (véanse los gráficos B, C y D)¹. El crecimiento medio interanual del 14% observado en el paro agregado enmascara el hecho de que el desempleo masculino creció más de un 19% en la zona del euro, frente a una tasa de crecimiento del 8% del desempleo femenino. Además, en el mismo período, el deterioro del mercado de trabajo afectó principalmente a los jóvenes (el paro juvenil se elevó un 13%) y al colectivo con edades comprendidas entre los 25 y los 54 años de edad (15%). Por último, las pérdidas de empleo fueron más elevadas entre los trabajadores peor cualificados, con un aumento del desempleo del 18%. Dentro de cada grupo, el significativo deterioro que se registró en el mercado de trabajo de la zona del euro en el período 2008-2009 se debió, principalmente, a la evolución del desempleo en España, si bien otros países de la zona del euro (salvo Alemania) también contribuyeron a este aumento, aunque en menor medida. Los últimos datos de la encuesta europea de población activa sugieren que se observó cierta mejora en el año hasta el segundo trimestre de 2010, con un crecimiento menor del paro en todos los colectivos mencionados.

1 Para un análisis más detallado de los principales factores que explican esta evolución, véase el recuadro titulado «Composición del reciente descenso del empleo en la zona del euro», en el Boletín Mensual de septiembre de 2009.

El gráfico E muestra que la duración del desempleo aumentó considerablemente en la zona del euro: el número de parados sin trabajar durante un año o más se incrementó un 30% desde principios de año hasta el segundo trimestre de 2010, frente al crecimiento medio del 4% registrado en el período 2008-2009. El crecimiento del empleo de larga duración es motivo de preocupación y exige una respuesta eficaz, con el fin de evitar un aumento persistente del paro estructural. Las políticas destinadas a promover la moderación salarial y reducir las rigideces salariales, junto con políticas laborales activas que faciliten la transición del mercado de trabajo a través de una mejora en la eficiencia de la adecuación entre oferta y demanda, así como reformas que fortalezcan la vinculación de los parados de larga duración con el mercado de trabajo, reducirán el paro estructural y disminuirán el riesgo de deterioro del capital humano asociado a largos períodos de paro.

Gráfico E Crecimiento del desempleo en la zona del euro, por duración

(tasas de variación interanual; puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: Las barras se refieren a la contribución de cada país (en puntos porcentuales). Los datos para el período 2008-2009 corresponden a la tasa media de variación interanual durante el período de dos años.

4.3 PERSPECTIVAS DE LA ACTIVIDAD ECONÓMICA

Los últimos datos publicados y las encuestas recientes confirman, en general, la opinión de que el positivo dinamismo subyacente de la recuperación se mantiene y apunta a un crecimiento sostenido del PIB en el cuarto trimestre de este año. La recuperación en marcha a escala mundial, y su impacto sobre la demanda de exportaciones de la zona del euro, debería seguir sosteniendo la economía de la zona del euro. La demanda interna del sector privado debería contribuir cada vez más al crecimiento, respaldada por la orientación acomodaticia de la política monetaria y por las medidas adoptadas para restablecer el funcionamiento del sistema financiero. Sin embargo, se prevé que el proceso de ajuste de los balances que se está llevando a cabo en varios sectores modere el ritmo de la recuperación.

Esta valoración también es acorde con las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro de diciembre de 2010, según las cuales el crecimiento interanual del PIB real se situará en un intervalo comprendido entre el 1,6% y el 1,8% en 2010, entre el 0,7% y el 2,1% en 2011 y entre el 0,6% y el 2,8% en 2012. Si se comparan con las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE de septiembre de 2010, el intervalo del crecimiento del PIB para este año se ha estrechado y movido hacia el límite superior del intervalo de septiembre, mientras que el intervalo correspondiente a 2011 es ligeramente más estrecho. Como la incertidumbre sigue siendo elevada, los riesgos para las perspectivas económicas se inclinan a la baja. Por una parte, el comercio mundial podría seguir comportándose mejor de lo esperado, respaldando con ello las exportaciones de la zona del euro. Además, el nivel de la confianza empresarial en la zona del euro continúa siendo relativamente elevado. Por otra parte, los riesgos a la baja están relacionados con las tensiones observadas

en algunos segmentos de los mercados financieros y con su posible contagio a la economía real de la zona del euro. Otros riesgos a la baja guardan relación con nuevas subidas de los precios del petróleo y de otras materias primas y con las presiones proteccionistas, así como con la posibilidad de que se produzca una corrección desordenada de los desequilibrios mundiales.

5 EVOLUCIÓN DE LAS FINANZAS PÚBLICAS

Según las previsiones económicas de la Comisión Europea de otoño de 2010, en general, los ratios de déficit público de la zona del euro se estabilizarán este año, y se espera que disminuyan en 2011 y 2012, mientras que los ratios de deuda pública continuarán aumentando. Aunque en algunos países se está observando una evolución presupuestaria mejor de lo previsto anteriormente, en otros, sigue siendo motivo de gran preocupación la sostenibilidad de sus situaciones presupuestarias y su vulnerabilidad ante reacciones adversas de los mercados. En este contexto, es evidente la necesidad de que todos los países mantengan y refuercen la confianza de la opinión pública en los compromisos de los Gobiernos de retornar a unas finanzas públicas saneadas, reduciendo con ello las primas de riesgo de los tipos de interés y apoyando el crecimiento sostenible a medio plazo. Todos los países de la zona del euro deben establecer estrategias de consolidación plurianuales que sean ambiciosas y creíbles y aplicar en su totalidad las medidas correctivas previstas, centrándose en el gasto. En los planes presupuestarios para 2011 y años posteriores, los Gobiernos deben especificar detalladamente las medidas de ajuste fiscal que sean necesarias, al tiempo que deben estar preparados para corregir cualquier desviación de los objetivos presupuestarios anunciados.

EVOLUCIÓN DE LAS FINANZAS PÚBLICAS EN 2010

Las perspectivas de las finanzas públicas de la zona del euro indican que, en 2010, los saldos presupuestarios se han estabilizado, aunque se observa cierta heterogeneidad entre países. Según las previsiones económicas de la Comisión Europea de otoño, publicadas el 29 de noviembre de 2010, la ratio media de déficit público de la zona del euro en 2010 no se modificará con respecto a 2009 y se situará en el 6,3% del PIB, marcando con ello el final del acusado deterioro observado en 2008 y 2009 (véase cuadro 9). Los déficits esperados son algo más bajos de lo proyectado en la previsión de la Comisión de primavera de 2010, tanto para la zona del euro en su conjunto como para la mayor parte de los países individuales. En concreto, los déficits esperados en Alemania, Luxemburgo, Chipre y Portugal se revisaron a la baja en más de 1 punto porcentual del PIB, aunque partiendo de niveles muy elevados en los dos últimos países y, en el caso de Portugal, debido fundamentalmente a una importante medida extraordinaria. Se esperan déficits superiores a lo indicado en la previsión de primavera en Irlanda (como consecuencia de transferencias de capital excepcionales), Grecia (principalmente como resultado de la revisión estadística al alza del déficit presupuestario de 2009 y de unos ingresos inferiores a lo esperado) y Eslovaquia (debido a unos ingresos menores de lo previsto). Se prevé que un país de la zona, Luxemburgo, registre un déficit por debajo del 3% del PIB este año.

Cuadro 9 Evolución de las finanzas públicas de la zona del euro

(en porcentaje del PIB)

	2008	2009	2010	2011	2012
a. Ingresos totales	44,9	44,5	44,4	44,8	44,8
b. Gastos totales	46,9	50,8	50,8	49,4	48,7
De los cuales:					
c. Gasto por intereses	3,0	2,8	2,9	3,0	3,2
d. Gasto primario (b - c)	43,9	47,9	47,9	46,4	45,5
Saldo presupuestario (a - b)	-2,0	-6,3	-6,3	-4,6	-3,9
Saldo presupuestario primario (a - d)	1,0	-3,4	-3,5	-1,6	-0,8
Saldo presupuestario ajustado de ciclo	-2,6	-4,4	-4,9	-3,5	-3,2
Deuda bruta	69,7	79,1	84,1	86,5	87,8
Pro memoria: PIB real (tasa de variación interanual)	0,4	-4,1	1,7	1,5	1,8

Fuentes: Previsiones económicas de la Comisión Europea, de otoño de 2010 y cálculos del BCE.

Notas: Pueden producirse discrepancias, debido al redondeo. Los datos de Estonia se incluyen en todos los años.

Según la previsión de la Comisión, la ratio media de deuda pública de la zona del euro en relación con el PIB se incrementará del 79,1% en 2009 al 84,1% en 2010, principalmente como consecuencia de unos déficits elevados y, en menor medida, del apoyo proporcionado al sector financiero y a Grecia. En doce de los 17 países de la zona, las ratios de deuda se sitúan por encima del valor de referencia del 60% del PIB, y en Grecia e Italia, la deuda pública es bastante superior al 100% del PIB.

En Irlanda, pese a las medidas de consolidación presupuestaria de amplio alcance adoptadas por el Gobierno para contrarrestar las repercusiones de la crisis económica y financiera sobre sus finanzas públicas, la combinación de graves problemas estructurales en el sector bancario y de una deteriorada situación presupuestaria subyacente suscitaron serias preocupaciones acerca de la sostenibilidad de la deuda. En consecuencia, el 21 de noviembre de 2010, el Gobierno irlandés solicitó formalmente ayuda financiera externa (véase recuadro 7). El 28 de noviembre, los ministros del Eurogrupo y del ECOFIN acordaron la concesión de ayuda financiera para salvaguardar la estabilidad financiera de la zona del euro y de la UE en su conjunto. El programa de ajuste conjunto de la UE y el FMI se sustenta en medidas de gran calado para reformar en profundidad el sector bancario y en un plan de ajuste fiscal y de reformas estructurales de cuatro años de duración que fue dado a conocer por las autoridades irlandesas el 24 de noviembre y en el que se incluyen medidas detalladas para restablecer la confianza en la sostenibilidad de las finanzas públicas de Irlanda. Las medidas de consolidación ascienden a un total de 15 mm de euros para el período 2011-2014, de los que 6 mm de euros se utilizarán en 2011, y constan de dos tercios de medidas centradas en el gasto y un tercio en los ingresos. El plazo límite para conseguir que el déficit público se sitúe por debajo del 3% del PIB se amplió un año, hasta 2015.

En cuanto a la evolución reciente de Grecia, el 23 de noviembre de 2010, la Comisión, el BCE y el FMI emitieron una declaración conjunta sobre la Segunda Misión de Revisión. La valoración general fue que el programa de ajuste seguía una senda adecuada (para la presentación del programa véase el recuadro titulado «El programa de ajuste económico y financiero de Grecia», publicado en el Boletín Mensual de mayo de 2010). Como consecuencia de las presiones fiscales adicionales resultantes de una recaudación de impuestos inferior a lo previsto y de las revisiones de los datos de 2009, se han acordado nuevas medidas para ampliar las bases impositivas y eliminar el gasto excesivo, especialmente en el ámbito del gasto sanitario, las empresas públicas y la administración tributaria. Con este esfuerzo adicional, el Gobierno pretende alcanzar el objetivo de déficit del 7,5% del PIB en 2011 y reducirlo hasta situarlo por debajo del 3% del PIB para el año 2014. El 28 de noviembre, los ministros del Eurogrupo acordaron examinar a la mayor brevedad posible la necesidad de alinear los vencimientos de la financiación proporcionada a Grecia con los de Irlanda, ampliando con ello los plazos de vencimiento de los mecanismos existentes.

FACTORES DETERMINANTES DE LA EVOLUCIÓN DE LAS FINANZAS PÚBLICAS EN 2010

La estabilización de la ratio media de déficit de la zona del euro en 2010 coincide con la recuperación económica, como puede observarse en el gráfico 54a. Según la Comisión Europea, por primera vez desde 2007, la variación del componente cíclico del déficit ha contribuido a su descenso en 2010 (véase gráfico 54b). Esta evolución se ve contrarrestada por la estimación de que se producirá un deterioro del saldo presupuestario ajustado de ciclo que, no obstante, está distorsionado por el acusado aumento del déficit ajustado de ciclo en el caso de Irlanda, resultante de las medidas de recapitalización bancaria. Una vez corregido por estas medidas excepcionales, la caída del saldo estructural medido por la Comisión es limitada. Además, las estimaciones de los saldos presupuestarios estructurales deben interpretarse con especial cautela por los elevados niveles actuales de incertidumbre, en particular en lo que respecta a la valoración del crecimiento tendencial del producto.

Se prevé que la brecha entre las tasas de crecimiento de los ingresos y del gasto en términos nominales, que ya se había reducido considerablemente en los dos primeros trimestres de 2010, se cierre a finales de 2010 (véase gráfico 55a). Por el lado de los ingresos, la recuperación de crecimiento de los ingresos nominales en 2010 se debe principalmente a la obtención de ingresos extraordinarios, tras el acusado descenso registrado en 2009. Por el lado del gasto, la disminución del gasto nominal se explica por la retirada gradual de las medidas de estímulo fiscal aplicadas desde finales de 2008 y por las nuevas medidas de consolidación presupuestaria que compensan el crecimiento estructural todavía relativamente elevado de las prestaciones sociales, las transferencias de capital y los pagos de intereses. La contención del gasto es especialmente significativa en la inversión pública y en la remuneración de los empleados públicos, con reducciones de empleo y congelaciones de los salarios, o incluso recortes, en varios países. En términos de ratios en relación con el PIB, se espera que tanto los ingresos totales como el gasto total del sector público prácticamente no se modifiquen con respecto a 2009, situándose en el 44,4% del PIB y el 50,8% del PIB, respectivamente (véase gráfico 55b).

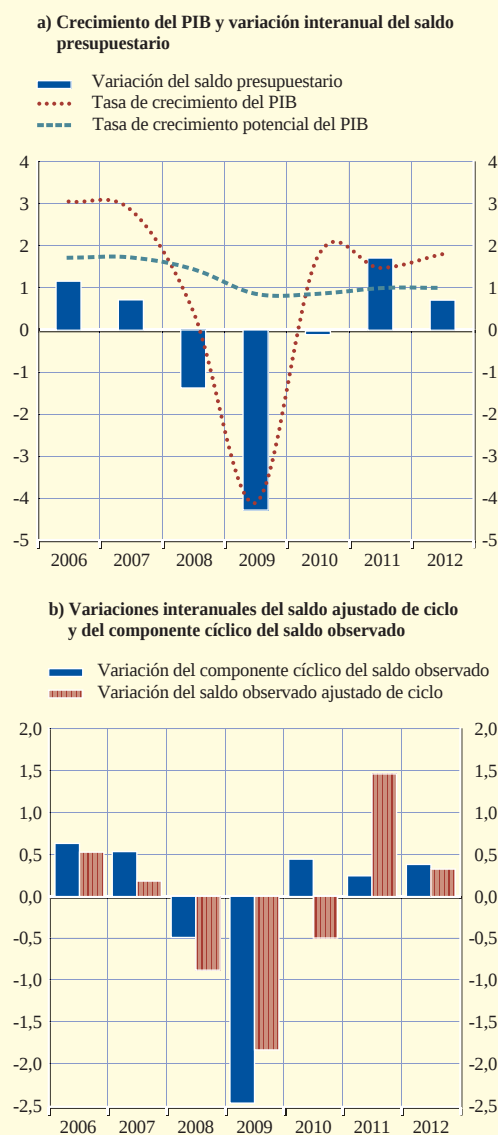
PERSPECTIVAS DE LAS FINANZAS PÚBLICAS EN 2011 Y 2012

Según la Comisión Europea, la ratio media de déficit de la zona del euro se reducirá hasta situarse en el 4,6% y el 3,9% del PIB en 2011 y 2012, respectivamente, con arreglo al supuesto habitual de que no se modifiquen las políticas. Esto representa una mejora sustancial si se compara con la previsión de primavera de 2010, y tiene su origen principalmente en las medidas de consolidación del gasto anunciadas o expuestas con mayor detalle desde entonces, en particular en los presupuestos de 2011. Dado que se espera que el crecimiento del PIB real se sitúe próximo a su potencial en 2011, se considera que el impacto del ciclo económico es favorable, aunque limitado y, por tanto, que la mayor parte de la disminución de la ratio de déficit de la zona del euro en 2011 será de carácter estructural (véase gráfico 54). En 2012, se prevé que el ciclo económico y el saldo ajustado de ciclo contribuyan casi en igual medida a la reducción del déficit.

Se prevé que la ratio de ingresos públicos en relación con el PIB de la zona del euro aumente ligeramente en 2011, hasta situarse en el 44,8%, y que permanezca invariable en 2012, mientras que la

Gráfico 54 Determinantes de la evolución presupuestaria de la zona del euro

(en puntos porcentuales del PIB; tasas de variación)



Fuentes: Cálculos del BCE basados en datos nacionales y de Eurostat, previsiones económicas de la Comisión Europea, de otoño de 2010.

Nota: Los datos de Estonia se incluyen en todos los años.

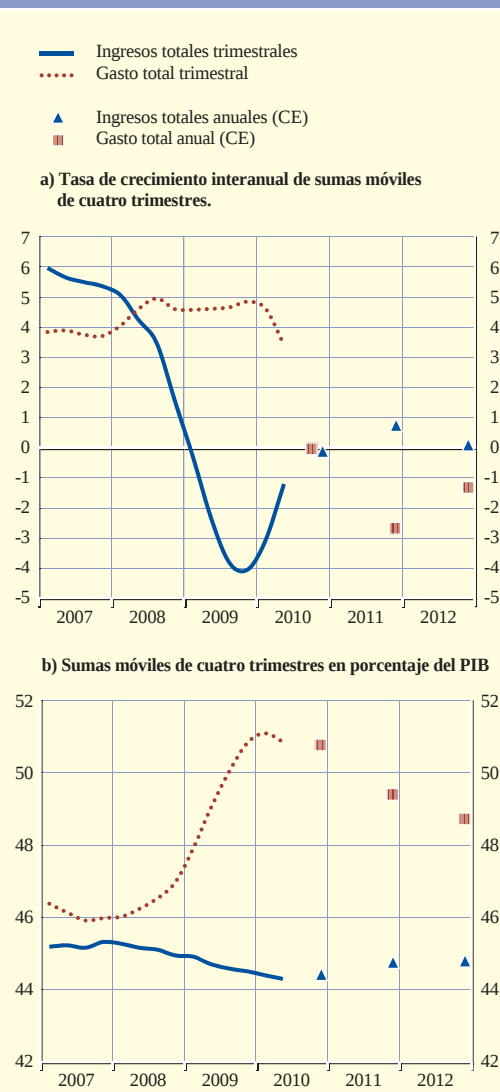
ratio de gasto público de la zona se reducirá gradualmente, hasta el 48,7% del PIB en 2012 (véase gráfico 55b). Esto se debe, en parte, a que han continuado retirándose las medidas de estímulo fiscal, lo que ha afectado especialmente a la inversión pública, pero incluso en mayor medida a medidas de consolidación, concretamente las restricciones en los salarios y en el empleo públicos. En consecuencia, se espera que los ingresos públicos de la zona del euro aumenten con mayor rapidez que el gasto público en 2011 y 2012 (véase gráfico 55a).

Se espera que cinco países de la zona del euro, concretamente Alemania, Estonia, Luxemburgo, Malta y Finlandia, registren déficits públicos equivalentes o inferiores al valor de referencia, del 3% del PIB en 2011. En 2012, se prevé que este sea el caso de los Países Bajos y de los países citados, con la excepción de Malta, donde el déficit aumentará hasta situarse por encima del 3% del PIB.

Según la Comisión Europea, es probable que los ratios de deuda pública continúen aumentando en todos los países de la zona del euro en 2011 y en casi todos en 2012, con la excepción de Alemania e Italia. En 2012, se espera que la ratio media de deuda de la zona del euro ascienda al 87,8% del PIB, y que cuatro países de la zona, Bélgica, Irlanda, Grecia e Italia, registren ratios de deuda superiores al 100% del PIB.

En general, los riesgos asociados a las proyecciones de la Comisión parecen estar prácticamente equilibrados. Entre los riesgos favorables se incluye la posible aplicación de nuevas medidas de consolidación en algunos países para reducir los elevados niveles de déficit, especialmente en 2012, así como un posible cambio de sentido de las considerables reducciones de ingresos que, en 2008 y 2009, ascendieron a más del 1% del PIB en cifras acumuladas. En cuanto a los riesgos a la baja, predominan tres riesgos principales. En primer lugar, el éxito en la aplicación de las medidas de consolidación anunciadas no puede darse por garantizado, ya que es posible que encuentren fuerte resistencia. En segundo lugar, existe el riesgo de que unos costes de financiación superiores a lo esperado ejerzan presiones adicionales al alza sobre los pagos de intereses de los Gobiernos. Por último, algunos países afrontan riesgos en forma de pasivos contingentes procedentes del apoyo otorgado a instituciones financieras, así como el riesgo de pérdidas asociadas a anteriores operaciones de rescate financiero.

Gráfico 55 Estadísticas y previsiones trimestrales de las finanzas públicas en la zona del euro



Fuentes: Cálculos del BCE basados en datos nacionales y de Eurostat, previsiones económicas de la Comisión Europea de otoño de 2010.
Nota: El gráfico muestra la evolución de los ingresos y gastos totales en términos de sumas móviles de cuatro trimestres para el período comprendido entre el primer trimestre de 2007 y el segundo trimestre de 2010, más las previsiones anuales para 2010 y 2011 de las previsiones económicas de otoño de 2010 de la Comisión Europea.

CONSIDERACIONES RELATIVAS A LA POLÍTICA FISCAL

Habida cuenta de que la situación presupuestaria todavía es precaria en algunos países, el ritmo de consolidación fiscal debe ser sostenido, o acelerarse en los países en los que las perspectivas macroeconómicas han mejorado. Para 2010, parece que en casi todos los países sujetos a un procedimiento de déficit excesivo, los resultados de déficit son acordes con las proyecciones en las que se basaron las recomendaciones del Consejo ECOFIN o mejores, como resultado, al menos en parte, de un contexto macroeconómico más favorable. Para 2011 y años posteriores, las medidas de consolidación fiscal fijadas en los presupuestos de 2011 constituyen un alentador primer paso. No obstante, la envergadura de los actuales retos presupuestarios exige un ambicioso esfuerzo de consolidación durante varios años en la mayor parte de los países. En particular, a tenor del acusado aumento de los ratios de gasto durante la crisis, un énfasis especial en los recortes de gasto estructural, incluida una reevaluación sistemática de la magnitud del sector público y de la calidad de las finanzas públicas, parecería justificado en muchos países. Una estrategia de reforma creíble y de amplio alcance contribuye asimismo a mantener la confianza de los mercados, lo que podría ser especialmente importante en países sometidos a un escrutinio continuo por parte de los mercados financieros.

Las disposiciones de política presupuestaria del Tratado y del Pacto de Estabilidad y Crecimiento son fundamentales para guiar a los responsables de formular las políticas económicas y respaldar el mantenimiento de la confianza de la opinión pública y de los mercados financieros en las políticas fiscales de la UEM. Los Gobiernos deben cumplir estrictamente los plazos y los objetivos fijados en las recomendaciones del Consejo ECOFIN, aplicando todas las medidas previstas, y estar preparados para introducir medidas adicionales a fin de cumplir los objetivos en caso necesario. En este sentido, las medidas anunciadas pero que todavía no se han concretado suficientemente deben presentarse con mayor detalle. Además, los países con un entorno macroeconómico más favorable deben aprovechar la oportunidad para corregir los déficits excesivos antes de que terminen los plazos establecidos en los procedimientos de déficit excesivo. De cara al futuro, los países deben tratar de avanzar con rapidez hacia la consecución de los objetivos presupuestarios de medio plazo, con el fin de estar bien situados para afrontar el deterioro de las finanzas públicas en épocas difíciles.

Además de retornar a unas situaciones presupuestarias sólidas, el fortalecimiento del marco fiscal de la UE es necesario para asegurar la sostenibilidad presupuestaria. En su informe final al Consejo Europeo, el grupo de trabajo presidido por Herman Van Rompuy formuló recomendaciones para reforzar el marco fiscal a escala de la UE, lo que constituye un paso en la dirección correcta. Estas recomendaciones incluyen propuestas de utilidad para fortalecer la disciplina presupuestaria, como un mayor énfasis en el criterio de deuda pública, un aumento de las sanciones en el ámbito político, financiero y de reputación, la introducción de mecanismos de voto inverso, unos marcos fiscales nacionales más sólidos y la mejora de la calidad de las estadísticas. No obstante, estas recomendaciones no llegan a lo que el BCE considera necesario para asegurar el mejor funcionamiento posible de la zona del euro. Las recomendaciones del grupo de trabajo deben incorporarse a nuevas normas y a un nuevo código de conducta. Es esencial que estos actos jurídicos se redacten de forma que proporcionen normas claras e inspiren certidumbre en cuanto a su cumplimiento.

En general, es fundamental un sólido compromiso político con los ajustes fiscales y las reformas estructurales que aborden los desequilibrios macroeconómicos y las deficiencias del sector bancario, y que mejoren la sostenibilidad de las finanzas públicas a largo plazo, ya que ello proporciona un anclaje para las expectativas. En el actual contexto de intervenciones financieras a favor de países de la zona del euro que afrontan dificultades (véase recuadro 7), es esencial que todos los países recuperen y mantengan unas situaciones presupuestarias sólidas para evitar riesgos adicionales para las condiciones de financiación.

Recuadro 7

EVOLUCIÓN RECIENTE DE LOS MECANISMOS DE ESTABILIDAD FINANCIERA DE LA UE

La crisis financiera ha llevado al reforzamiento progresivo del marco para la concesión de asistencia financiera a países de la UE y de la zona del euro con dificultades económicas y financieras. En este recuadro se presenta una descripción de los mecanismos de estabilidad financiera de la UE e información sobre los avances más recientes.

Los Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro con problemas de balanza de pagos pueden obtener ayuda de la UE a través del mecanismo de Ayuda Financiera a Medio Plazo (MTFA, en sus siglas en inglés). En el contexto de la crisis financiera, la capacidad de financiación del MTFA se incrementó de 12 mm de euros a 25 mm de euros en diciembre de 2008, y a 50 mm de euros en mayo de 2009. Desde el comienzo de la crisis, se han concedido ayudas por un importe total de 14,6 mm de euros a Lituania, Hungría y Rumanía. Con anterioridad a la crisis no existía un mecanismo similar para los países de la zona del euro, habida cuenta de que la pertenencia a una unión monetaria altera las restricciones de financiación de la balanza de pagos.

A principios de 2010 se produjo un acusado aumento de los diferenciales de la deuda soberana de Grecia que hizo que el Gobierno de ese país tuviera dificultades para cubrir sus necesidades de financiación a corto plazo en el mercado, lo que amenazó con poner en peligro la estabilidad financiera de la zona del euro. En respuesta a esta situación, el 2 de mayo, los países de la zona acordaron activar, conjuntamente con el FMI, un programa de apoyo financiero a Grecia de tres años de duración¹, consistente en la concesión de préstamos bilaterales de países de la zona del euro por importe de 80 mm de euros y de un acuerdo de derechos de giro (*Stand-By Arrangement*) del FMI por un importe máximo de 30 mm de euros. El desembolso de los fondos se condicionó a que las autoridades griegas aplicaran el programa de ajuste económico y financiero negociado por la Comisión Europea y el FMI, en coordinación con el BCE².

No obstante, las tensiones continuaron aumentando en los mercados financieros de la zona del euro en la primera semana de mayo de 2010. El 9 de mayo, los Estados miembros de la UE acordaron establecer dos mecanismos de estabilidad financiera para proporcionar apoyo financiero a la UE y a los países de la zona del euro que estaban experimentando perturbaciones económicas o financieras severas.

En primer lugar, el Consejo ECOFIN adoptó el Reglamento n° 407/2010 por el que se establece el Mecanismo Europeo de Estabilización Financiera (EFSM, en sus siglas en inglés), que permite a la Comisión Europea destinar, en nombre de la UE, hasta 60 mm de euros con fines de préstamo a Estados miembros que afronten circunstancias excepcionales fuera de su control. Para ello no fue necesario aumentar el límite presupuestario máximo de la UE. El funcionamiento del EFSM se revisará cada seis meses.

En segundo lugar, los países de la zona del euro establecieron, sobre una base intergubernamental, la Facilidad Europea de Estabilidad Financiera (EFSF, en sus siglas en inglés). Esta facilidad se crea como una sociedad de responsabilidad limitada autorizada a emitir valores de renta fija, garantizados hasta un total de 440 mm de euros por los países de la zona del euro de forma prorrateada, con el fin

1 Eslovaquia decidió no participar en el programa.

2 Véase el recuadro 6, titulado «El programa de ajuste económico y financiero de Grecia», en el Boletín Mensual de mayo de 2010.

de financiar préstamos a países de la zona con dificultades financieras. Se espera que los valores de renta fija que emita la EFSF reciban la calificación crediticia más alta (AAA) por parte de las tres agencias de calificación crediticia más importantes. La EFSF es un mecanismo temporal que se aplicará hasta junio de 2013.

Los préstamos que se concedan en el marco del EFSM y de la EFSF están sujetos a una estricta condicionalidad, y se otorgan en el contexto de programas conjuntos con el FMI, que se espera que proporcione financiación por un importe equivalente hasta el 50% de la contribución de la UE/zona del euro a cada programa.

En respuesta a la agudización de las perturbaciones en los mercados financieros, que representaba una amenaza para la estabilidad financiera de la UE y de la zona del euro en su conjunto, el 28 de noviembre de 2010, los ministros del Eurogrupo y del ECOFIN acordaron por unanimidad conceder asistencia financiera a Irlanda, a raíz de la solicitud de ayuda de las autoridades de este país presentada el 21 de noviembre. El paquete de ayuda financiera cubrirá necesidades de financiación por importe de hasta 50 mm de euros para los presupuestos y 35 mm de euros para el sistema bancario, con una aportación del EFSM de 22,5 mm de euros, de 17,7 mm de euros de la EFSF y de 22,5 mm de euros del FMI. La contribución de la UE incluirá también préstamos bilaterales de Dinamarca, Suecia y Reino Unido por importe de 4,8 mm de euros; de este modo, la ratio de financiación entre la UE y el FMI será 2:1. La mitad de las medidas de apoyo al sistema bancario (17,5 mm de euros) serán financiadas por las autoridades irlandesas. La asistencia financiera se proporciona sobre la base de un programa de ajuste negociado por la Comisión Europea y el FMI, en coordinación con el BCE, que tiene por objeto reforzar y reformar en profundidad el sistema bancario irlandés, restablecer la sostenibilidad de las finanzas públicas e introducir reformas estructurales que propicien el crecimiento.

Asimismo, el 28 de noviembre de 2010, los países de la zona del euro acordaron crear un Mecanismo de Estabilidad Financiera (ESM, en sus siglas en inglés) permanente con el fin de salvaguardar la estabilidad financiera de la zona cuando concluya el EFSF actual, en junio de 2013. Esta decisión es consecuencia del acuerdo alcanzado por los Jefes de Estado o de Gobierno de la UE los días 28 y 29 de octubre sobre la necesidad de establecer dicho mecanismo, que servirá de complemento del nuevo marco de gobernanza económica reforzado y reducirá sustancialmente la probabilidad de que se produzcan crisis en el futuro. El ESM, que se basará en el EFSF, podrá proporcionar asistencia financiera a países de la zona del euro sujeta a una estricta condicionalidad y gozará de un estatus de acreedor preferente, solo por detrás del FMI. Las normas se adaptarán para permitir la participación de acreedores del sector privado en función de cada caso y de manera plenamente acorde con las políticas del FMI. Los ministros del Eurogrupo adoptarán por unanimidad una decisión sobre la prestación de ayuda a partir de una rigurosa evaluación de la sostenibilidad de la deuda realizado al inicio por la Comisión Europea y el FMI, en coordinación con el BCE. Para los países que se consideren solventes, se animará al sector privado a mantener exposiciones con arreglo a las normas internacionales y de manera plenamente coherente con las prácticas del FMI. En el inesperado caso de que un país parezca insolvente, se le exigirá que negocie un plan de reestructuración integral con sus acreedores privados, en consonancia con las prácticas del FMI, con el fin de restablecer la sostenibilidad de la deuda. Este proceso se verá facilitado por la introducción de cláusulas de acción colectiva normalizadas e idénticas en las condiciones aplicables a todas las nuevas emisiones de deuda pública de la zona del euro a partir de junio de 2013. La Comisión, en coordinación con el BCE, evaluará la efectividad general de este marco en 2016. El presidente del Consejo Europeo, Herman van Rompuy, presentará una propuesta de modificación limitada del Tratado que refleje esta decisión ante el Consejo Europeo en diciembre de este año.

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

A partir de los datos disponibles hasta el 19 de noviembre de 2010, los expertos del Eurosistema han elaborado una serie de proyecciones sobre la evolución macroeconómica de la zona del euro¹. Con el apoyo de la actual recuperación económica mundial y del creciente impulso de la demanda interna, las proyecciones estiman que el crecimiento medio anual del PIB real se situará en un intervalo comprendido entre el 1,6% y el 1,8% en 2010, entre el 0,7% y el 2,1% en 2011 y entre el 0,6% y el 2,8% en 2012. La inflación media interanual medida por el IAPC se mantendrá a corto plazo alrededor de los niveles actuales, debido principalmente a las presiones externas sobre los precios relacionadas con las materias primas. Posteriormente, mientras la inflación importada se moderará, las presiones internas sobre los precios se intensificarán ligeramente como reflejo de la mejora gradual de la actividad. La tasa media de inflación medida por el IAPC se situará en un intervalo comprendido entre el 1,5% y el 1,7% en 2010, entre el 1,3% y el 2,3% en 2011 y entre el 0,7% y el 2,3% en 2012.

Recuadro 8

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

Los supuestos técnicos relativos a los tipos de interés y a los precios de las materias primas se basan en las expectativas de los mercados hasta el 11 de noviembre de 2010¹. El supuesto sobre los tipos de interés a corto plazo es de carácter puramente técnico. Dichos tipos se miden por el EURIBOR a tres meses, y las expectativas de los mercados se basan en los tipos de interés de los futuros. Esta metodología implica un nivel general medio de los tipos de interés a corto plazo del 0,8% en 2010, del 1,4% en 2011 y del 1,7% en 2012. Las expectativas de los mercados referidas al rendimiento nominal de la deuda pública a diez años de la zona del euro implican un nivel medio del 3,5% en 2010, aumentando hasta el 4,0% en 2011 y el 4,3% en 2012. El escenario de referencia de las proyecciones tiene en cuenta la reciente normalización adicional de las condiciones de financiación y estima que los diferenciales de los préstamos bancarios respecto de los tipos de interés anteriormente mencionados se mantendrán estables en términos generales. Se prevé que las condiciones crediticias se suavizarán gradualmente a lo largo del horizonte temporal de las proyecciones. En cuanto a las materias primas, sobre la base de la trayectoria implícita en los mercados de futuros en las dos semanas previas a la fecha de cierre de los datos, se estima que los precios del petróleo se situarán, en promedio, en 79,5 dólares estadounidenses por barril en 2010, 88,6 en 2011 y 90,7 en 2012. Los precios de las materias primas no energéticas, en dólares estadounidenses, aumentarán previsiblemente en un 40,6% en 2010 y un 19,2% y un 2,3% más en 2011 y 2012 respectivamente.

1 Los supuestos relativos a los precios del petróleo y de los alimentos se basan en los precios de los futuros hasta el final del período contemplado por las proyecciones. Los supuestos referidos a otras materias primas reflejan los precios de los futuros hasta el cuarto trimestre de 2011 y, a partir de entonces, una evolución acorde con la actividad económica mundial.

1 Las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema han sido preparadas conjuntamente por los expertos del BCE y de los bancos centrales nacionales de la zona del euro, y constituyen una aportación semestral a la valoración que el Consejo de Gobierno realiza sobre la evolución económica y sobre los riesgos para la estabilidad de precios. En la publicación titulada «A guide to Eurosystem staff macroeconomic projections exercises» (BCE, junio de 2001), disponible en la dirección del BCE en Internet, se facilita más información sobre los procedimientos y técnicas utilizados. Con objeto de expresar el grado de incertidumbre que rodea las proyecciones, se presentan, para cada variable, intervalos basados en las diferencias entre las cifras observadas y las proyecciones elaboradas en los últimos años. La amplitud de estos intervalos es dos veces el valor absoluto medio de esas diferencias. La técnica utilizada, que prevé una corrección para tener en cuenta acontecimientos excepcionales, se explica en la publicación titulada «New procedure for constructing Eurosystem and ECB staff projection ranges» (BCE, diciembre de 2009), que también puede consultarse en la dirección del BCE en Internet.

Se parte del supuesto de que en el horizonte abarcado por las proyecciones los tipos de cambio bilaterales permanecerán estables en los niveles medios registrados en el período de diez días laborables anterior a la fecha de cierre de los datos, lo que implica que el tipo de cambio entre el euro y el dólar estadounidense será de 1,34 en 2010 y de 1,39 en 2011 y 2012, y que el tipo de cambio efectivo del euro se depreciará, en promedio, un 5,9% en 2010 y se apreciará ligeramente en un 0,8% en 2011.

Los supuestos relativos a la política fiscal se basan en los planes presupuestarios nacionales de cada uno de los países de la zona del euro, a fecha de 19 de noviembre de 2010, e incluyen todas las medidas que ya han sido aprobadas por los Parlamentos nacionales o que han sido concretadas por los Gobiernos y probablemente se aprueben tras su tramitación legislativa.

ENTORNO INTERNACIONAL

La recuperación mundial sigue en curso, si bien muestra una desaceleración temporal, a medida que el apoyo de la contribución de las existencias y de las medidas de estímulo fiscal está retirándose. En cuanto al futuro, se espera que el crecimiento de la economía mundial se refuerce gradualmente en el horizonte temporal contemplado, respaldado por los progresos en el ajuste de los balances y la mejora de las condiciones financieras. El dinamismo de los mercados emergentes continua siendo el principal motor del crecimiento mundial de la actividad económica en el horizonte de las proyecciones. Al mismo tiempo, se prevé que se mantenga la debilidad de los mercados de trabajo de las principales economías avanzadas, frenando el crecimiento. En conjunto, se proyecta que el crecimiento mundial siga siendo relativamente moderado en comparación con la mayoría de las recuperaciones que han seguido a recesiones anteriores. El PIB real mundial fuera de la zona del euro aumentará en un 5,3% en 2010, en un 4,3% en 2011 y en un 4,7% en 2012. El crecimiento de los mercados de exportación de la zona del euro se situará en el 11,3% en 2010, en el 7,2% en 2011 y en el 7,2% en 2012.

PROYECCIONES RELATIVAS AL CRECIMIENTO DEL PIB REAL

Tras el fuerte crecimiento registrado en el segundo trimestre de 2010, el PIB real creció un 0,4% en el tercer trimestre. La información disponible sugiere que las exportaciones netas contribuyeron al crecimiento, mientras que la demanda interna también se incrementó, aunque a tasas más reducidas que en el trimestre anterior. Se prevé que en el último trimestre de 2010 el crecimiento siga siendo más débil que en el primer semestre del año, a medida que vaya disminuyendo el apoyo de los estímulos fiscales, del ciclo de existencias y del repunte del comercio. Respecto al futuro, se estima que continuará la recuperación de la actividad económica, respaldada por las exportaciones, al tiempo que la demanda interna sigue cobrando impulso de forma gradual. Este reajuste de la actividad refleja los efectos de la

Cuadro 10 Proyecciones macroeconómicas para la zona del euro

(tasas medias de variación anuales)^{1), 2)}

	2009	2010	2011	2012
IAPC	0,3	1,5 - 1,7	1,3 - 2,3	0,7 - 2,3
PIB real	-4,1	1,6 - 1,8	0,7 - 2,1	0,6 - 2,8
Consumo privado	-1,1	0,6 - 0,8	0,4 - 1,4	0,5 - 2,3
Consumo público	2,4	0,5 - 1,3	-0,8 - 0,6	-0,4 - 1,0
Formación bruta de capital fijo	-11,3	-1,4 - -0,6	-0,5 - 3,1	0,1 - 5,3
Exportaciones (bienes y servicios)	-13,1	9,9 - 11,7	3,7 - 8,7	2,5 - 8,7
Importaciones (bienes y servicios)	-11,8	8,2 - 9,8	2,6 - 7,6	2,3 - 8,1

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

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

orientación acomodaticia de la política monetaria y los significativos esfuerzos realizados para restablecer el funcionamiento del sistema financiero. No obstante, en línea con los patrones observados tras las anteriores crisis bancarias, es previsible que la recuperación económica sea gradual. La necesidad de ajustes en los balances en varios sectores reduce las perspectivas de crecimiento de la zona del euro. Se espera que la tasa de crecimiento anual del PIB real se sitúe en un intervalo comprendido entre el 1,6% y el 1,8% en 2010, entre el 0,7% y el 2,1% en 2011 y entre el 0,6% y el 2,8% en 2012.

Específicamente, entre los componentes nacionales del PIB, el crecimiento del consumo privado aumentará moderadamente en 2010 y se fortalecerá gradualmente durante el horizonte de las proyecciones. Como resultado de la mejora progresiva de la evolución del empleo, se espera un incremento de las rentas relacionadas. Asimismo, de acuerdo con las proyecciones, la ratio de ahorro de los hogares descenderá a medida que mejore la confianza en línea con la evolución de los mercados de trabajo y descienda la incertidumbre. Como reflejo de la mejora gradual de la actividad económica y del empleo, se espera que la tasa de desempleo se estabilice y que posteriormente descienda en 2012.

Se espera que la inversión privada no residencial siga recuperándose lentamente a medida que se reduzca gradualmente el exceso de capacidad, se estabilicen las previsiones de demanda, se suavicen las restricciones financieras y vaya disminuyendo la incertidumbre. De acuerdo con las proyecciones, la inversión residencial, aunque registrará un pequeño incremento, seguirá siendo moderada, debido a los ajustes que se están produciendo en los mercados de la vivienda de algunos países. En consonancia con las medidas de consolidación fiscal anunciadas en varios países de la zona del euro, se estima que la inversión pública en términos reales será débil en el horizonte temporal abarcado por las proyecciones.

Tras el fuerte repunte observado durante los tres primeros trimestres de 2010, se espera que continúe el crecimiento de las exportaciones, si bien a ritmo más lento, impulsado por la demanda exterior durante todo el período de las proyecciones y la mayor competitividad de los precios observada al principio del mismo. Asimismo, se espera que el crecimiento de las importaciones descienda en cierta medida durante 2011 y 2012 desde los elevados niveles registrados en 2010. En conjunto, se prevé que la demanda exterior neta tenga una contribución positiva, aunque descendente, al crecimiento del PIB.

Debido, en gran parte al impacto de la crisis, el crecimiento potencial se recuperará ligeramente, hasta situarse en niveles moderados, durante el horizonte de las proyecciones. Estas perspectivas obedecen al aumento del desempleo estructural, al descenso de las tasas de actividad y a la debilidad de la inversión. Sin embargo, la magnitud de esos efectos presenta un alto grado de incertidumbre, que en el caso de las proyecciones sobre crecimiento potencial, y por consiguiente sobre la brecha de producción, es aún mayor de lo habitual. Pese a ello, se espera que la brecha de producción estimada se reduzca durante el horizonte proyectado.

PROYECCIONES SOBRE PRECIOS Y COSTES

Debido principalmente a la subida de los precios del petróleo y de los alimentos, la inflación general medida por el IAPC se mantendrá próxima al 2% hasta principios de 2011. Posteriormente, mientras la inflación importada se moderará, las presiones internas sobre los precios se intensificarán ligeramente como reflejo de la mejora gradual de la actividad. La tasa media de inflación medida por el IAPC se situará en un intervalo de entre el 1,5% y el 1,7% en 2010, el 1,3% y el 2,3% en 2011 y entre el 0,7% y el 2,3% en 2012. La tasa de crecimiento del IAPC excluidos los alimentos y la energía aumentará gradualmente durante todo el horizonte de las proyecciones, como reflejo del lento aumento del crecimiento de los costes laborales unitarios en el contexto de mejora de las condiciones de los mercados de trabajo.

Más concretamente, tras un fuerte incremento en 2010, como reflejo del repunte de los precios de las materias primas y de la anterior depreciación del euro, las presiones de los precios externos disminuirían durante el horizonte de las proyecciones. En cuanto a las presiones internas, el crecimiento de la remuneración por hora será moderado en 2010 y, posteriormente se esperan aumentos más importantes en consonancia con la mejora de los mercados de trabajo. Esto se aplica tanto al sector público como al privado, aunque en menor medida en el caso del público, como consecuencia del saneamiento presupuestario y del hecho de que los salarios del sector público han tendido por lo general a ajustarse más lentamente a la recesión económica. Teniendo en cuenta la intensa recuperación cíclica de la productividad del trabajo, el perfil de salarios proyectado representa un importante descenso de los costes laborales unitarios en 2010. Posteriormente, se espera que, una vez que las mejoras de la productividad se hayan estabilizado y los salarios continúen subiendo, los costes laborales unitarios aumenten de forma moderada. De acuerdo con las proyecciones, los márgenes seguirán ampliándose durante el horizonte temporal contemplado, tras haberse estrechado acusadamente durante la recesión. Sobre la base de las medidas anunciadas, se estima que los impuestos indirectos tendrán una pequeña contribución positiva a la inflación medida por el IAPC durante el horizonte de las proyecciones.

COMPARACIÓN CON LAS PROYECCIONES DE SEPTIEMBRE DE 2010

Por lo que respecta al crecimiento del PIB real, el intervalo proyectado para 2010 se ha estrechado en cierta medida y se ha desplazado hacia el límite superior del intervalo publicado en la edición de septiembre del 2010 del Boletín Mensual. El intervalo de las proyecciones para 2011 es ligeramente más estrecho que el publicado en septiembre. En cuanto a la inflación medida por el IAPC, el intervalo proyectado para 2010 se mantiene sin cambios, mientras que el intervalo para 2011 es marginalmente más alto.

Cuadro 11 Comparación con las proyecciones de septiembre de 2010

(tasas medias de variación anuales)

	2010	2011
PIB real – Septiembre 2010	1,4 - 1,8	0,5 - 2,3
PIB real – Diciembre 2010	1,6 - 1,8	0,7 - 2,1
IAPC – Septiembre 2010	1,5 - 1,7	1,2 - 2,2
IAPC – Diciembre 2010	1,5 - 1,7	1,3 - 2,3

Recuadro 9

PREVISIONES DE OTRAS INSTITUCIONES

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

Según las previsiones actualmente disponibles realizadas por otras instituciones, la tasa de crecimiento del PIB real de la zona del euro se situará en un intervalo comprendido entre el 1,6% y el 1,7% en 2010, entre el 1,4% y el 1,7% en 2011 y entre el 1,6% y el 2,0% en 2012. Todas estas previsiones se encuadran en los intervalos de las proyecciones de los expertos del Eurosistema.

Por lo que se refiere a la inflación, las previsiones realizadas por otras instituciones estiman que la tasa de inflación anual medida por el IAPC se situará entre el 1,5% y el 1,6% en 2010, entre el 1,3% y el 1,8% en 2011, y entre el 1,2% y el 1,7% en 2012. Estas previsiones concuerdan en general con los intervalos estimados en las proyecciones de los expertos del Eurosistema

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

(tasas medias de variación anuales)

	Fecha de publicación	Crecimiento del PIB			Inflación medida por el IAPC		
		2010	2011	2012	2010	2011	2012
FMI	octubre 2010	1,7	1,5	1,8	1,6	1,5	1,5
Encuesta a expertos en previsión económica	octubre 2010	1,6	1,5	1,7	1,5	1,5	1,6
Consensus Economics Forecasts	noviembre 2010	1,6	1,4	1,6	1,5	1,6	1,5
OCDE	noviembre 2010	1,7	1,7	2,0	1,5	1,3	1,2
Comisión Europea	noviembre 2010	1,7	1,5	1,8	1,5	1,8	1,7
Proyecciones elaboradas por los expertos del Eurosistema	diciembre 2010	1,6 - 1,8	0,7 - 2,1	0,6 - 2,8	1,5 - 1,7	1,3 - 2,3	0,7 - 2,3

Fuentes: Previsiones económicas de la Comisión Europea, primavera de 2010; Perspectivas de la Economía Mundial del FMI, octubre de 2010; *Economic Outlook de la OCDE* de noviembre de 2010; Consensus Economics Forecasts y encuesta del BCE a expertos en previsión económica.

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

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

7.1 TIPOS DE CAMBIO

La depreciación del tipo de cambio efectivo nominal del euro durante el primer semestre de 2010 se revirtió a mediados de junio. El euro volvió a apreciarse en septiembre y octubre, para perder, en noviembre, solo una parte del terreno ganado.

TIPO DE CAMBIO EFECTIVO DEL EURO

Tras una apreciación a lo largo de 2009, la depreciación que registró el tipo de cambio efectivo nominal del euro durante el primer semestre de 2010 se revirtió a mediados de junio. Aunque la moneda única se apreció en septiembre y octubre, perdió parte del terreno ganado en noviembre (véase gráfico 56). El 1 de diciembre 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 1,3% por encima del nivel registrado a finales de agosto, pero todavía un 8,2% por debajo de la media de 2009. La apreciación del euro en los tres últimos meses fue generalizada frente a todas las principales monedas y estuvo determinada, principalmente, por la evolución del tipo de cambio entre el dólar estadounidense y el euro. La volatilidad implícita de los tipos de cambio bilaterales del euro aumentó frente al dólar estadounidense y frente al yen japonés en el período considerado, tanto en el horizonte de corto plazo como en el de largo plazo.

Por lo que respecta a los indicadores de competitividad internacional en términos de precios y costes de la zona del euro, en octubre de 2010, el tipo de cambio efectivo real del euro, basado en los precios de consumo, se situaba en torno a un 5,7% por debajo de la media de 2009 (véase gráfico 57). Dado que la dinámica de los precios relativos a lo largo de 2009 y 2010 ha sido bastante moderada, el tipo de cambio efectivo real del euro ha seguido una evolución relativamente cercana a la del tipo de cambio efectivo nominal.

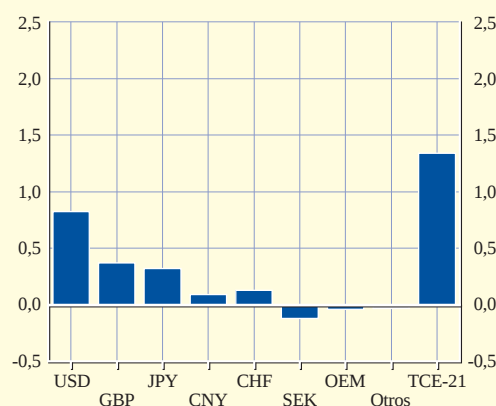
Gráfico 56 Tipo de cambio efectivo del euro (TCE-21) y sus componentes¹⁾

(datos diarios)

Índice: I 1999 = 100



Contribuciones a las variaciones del TCE-21²⁾
Del 31 de agosto al 1 de diciembre de 2010
(en puntos porcentuales)



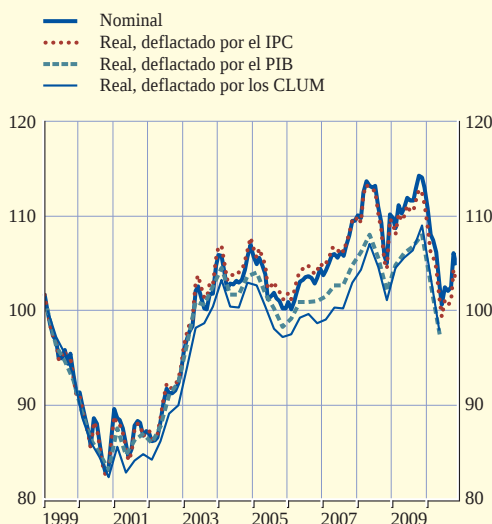
Fuente: BCE.

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

2) Se muestran las contribuciones a las variaciones del TCE-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 57 Tipos de cambio efectivos nominal y real del euro (TCE-21)¹⁾

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



Fuente: BCE.

1) Un aumento de los índices de los TCE-21 supone una apreciación del euro. Las observaciones mensuales más recientes corresponden a noviembre de 2010. En el caso del PIB y de los TCE-21 reales basados en los CLUM, la última observación, basada en parte en estimaciones, corresponde al segundo trimestre de 2010.

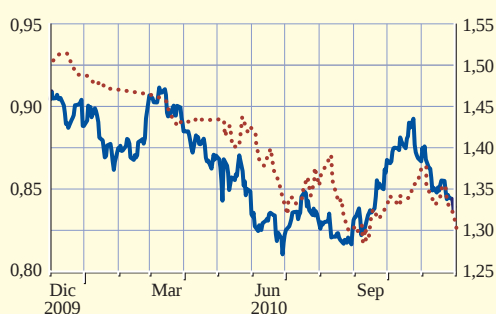
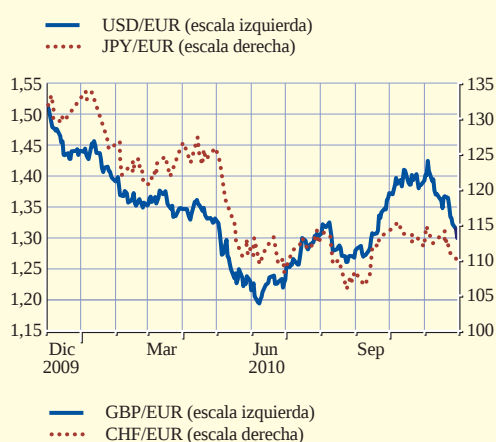
DÓLAR ESTADOUNIDENSE/EURO

Tras experimentar una fuerte depreciación en los primeros meses de 2010, el tipo de cambio del euro registró un notable repunte frente al dólar estadounidense desde mediados de junio hasta principios de noviembre. La apreciación del tipo de cambio del euro frente al dólar estuvo determinada, principalmente, por la evolución de las expectativas de los mercados que condujeron —y siguieron— a la decisión del Comité de Operaciones de Mercado Abierto de la Reserva Federal respecto a la aplicación de medidas adicionales de relajación cuantitativa. En las últimas semanas, el euro ha perdido parte del terreno ganado anteriormente en un clima de renovada aversión al riesgo por parte de los inversores, a medida que se han intensificado las tensiones financieras en algunos segmentos del mercado. En conjunto, en los tres meses transcurridos hasta el 1 de diciembre, el euro se apreció frente al dólar estadounidense un 3,4% en comparación con finales de agosto (véase gráfico 58), cotizando en esa fecha a 1,31 dólares, aunque se mantuvo alrededor de un 5,9% por debajo de la media de 2009. En los tres últimos meses, la volatilidad implícita del tipo de cambio entre el dólar estadounidense y el euro ha aumentado (véase gráfico 58). El repunte de la volatilidad se ha materializado en todo el

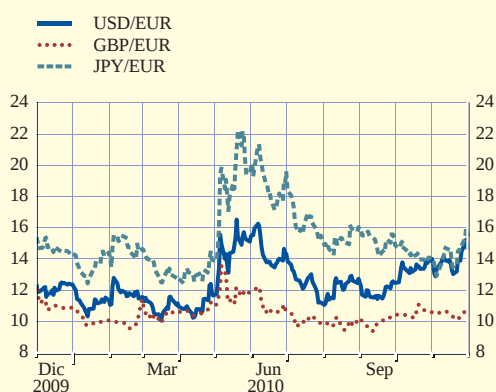
Gráfico 58 Evolución de los tipos de cambio y volatilidades implícitas

(datos diarios)

Tipos de cambio



Volatilidades implícitas del tipo de cambio (a tres meses)



Fuentes: Bloomberg y BCE.

horizonte de contratos de opciones disponibles (hasta un año), de lo que se deduce que los participantes en los mercados prevén que, a medio plazo, aumente la incertidumbre. Este aumento de la volatilidad implícita es atribuible, probablemente, a la incertidumbre en torno a las decisiones de política en Estados Unidos, pero también a la inquietud de los mercados respecto a las perspectivas de las finanzas públicas en algunos países de la zona del euro.

YEN JAPONÉS/EURO

En los tres meses transcurridos hasta el 1 de diciembre, el euro se apreció frente al yen japonés, revirtiendo la tendencia a la baja que venía experimentando desde comienzos de 2010. La apreciación del euro durante este período podría haber estado determinada por las expectativas respecto a las medidas de relajación cuantitativa. Incluso así, el reciente recrudecimiento de las tensiones en los mercados financieros de la zona del euro ha hecho que la moneda única pierda parte del terreno ganado. El 1 de diciembre, el euro cotizaba a 110,4 yenes, un 3,1% por encima del nivel de finales de agosto, pero todavía un 15,3% por debajo de la media de 2009. Durante el mismo período, la volatilidad implícita del tipo de cambio entre el yen y el euro ha aumentado ligeramente (véase gráfico 58).

MONEDAS DE LOS ESTADOS MIEMBROS DE LA UE

En los tres últimos meses, las monedas que participan en el MTC II se han mantenido, en general, estables frente al euro, cotizando al tipo de cambio correspondiente a las respectivas paridades centrales o en torno a dichas paridades (véase gráfico 59). Al mismo tiempo, el lats letón ha seguido situándose en la zona débil de la banda de fluctuación de $\pm 1\%$ establecida unilateralmente.

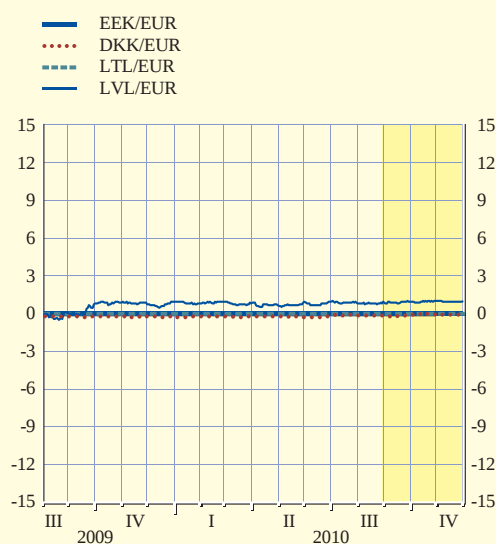
Por lo que respecta a las monedas de los Estados miembros de la UE que no participan en el MTC II, el euro se ha apreciado frente a la libra esterlina (un 1,8%) en los tres últimos meses y, el 1 de diciembre, cotizaba a 0,84 libras. Al mismo tiempo, la volatilidad implícita del tipo de cambio entre estas dos monedas ha aumentado ligeramente (véase gráfico 58). Durante el mismo período, el euro se depreció frente al forint húngaro (2,5%) y se apreció frente a la corona checa (0,5%) y el zloty polaco (0,2%).

OTRAS MONEDAS

El euro se fortaleció frente al franco suizo, apreciándose alrededor del 1,9% en los tres últimos meses, hasta situarse en 1,32 francos el 1 de diciembre. 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, y se depreció frente a las principales monedas de países productores de materias primas, frente al dólar canadiense (un 1%) y de forma más acusada frente al dólar australiano (un 4,8%).

Gráfico 59 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 $\pm 15\%$.

7.2 BALANZA DE PAGOS

El crecimiento del comercio de bienes de la zona del euro con países no pertenecientes a la zona se moderó en el tercer trimestre de 2010 en comparación con el primer semestre del año. En septiembre, el déficit por cuenta corriente de la zona del euro, acumulado de doce meses, se redujo a 46,3 mm de euros (alrededor del 0,5% del PIB de la zona del euro), en comparación con el déficit de 91 mm de euros contabilizado un año antes. En la cuenta financiera, el descenso de las entradas netas de inversiones de cartera dio lugar a una reducción de las entradas netas del agregado de inversiones directas y de cartera, que ascendieron a un total acumulado de 72,7 mm de euros en el año transcurrido hasta septiembre.

COMERCIO Y BALANZA POR CUENTA CORRIENTE

Tras experimentar un fuerte repunte en el primer semestre de 2010, el comercio de bienes con países no pertenecientes a la zona del euro siguió creciendo en el tercer trimestre, aunque a una tasa más reducida. Los datos de la balanza de pagos indican que el crecimiento intertrimestral de las exportaciones de bienes de la zona del euro a países de fuera de la zona ascendió, en términos nominales, a un 1,4% en el tercer trimestre, frente al 6,1% del trimestre anterior (véanse gráfico 60 y cuadro 12). Aunque los aumentos de los precios de exportación siguieron siendo moderados en comparación con los de los precios de importación, lo que podría haber beneficiado a los exportadores de la zona del euro, la desaceleración mundial de la actividad económica y la progresiva desaparición de factores transitorios, como los estímulos de las políticas fiscales y el ciclo de existencias, contribuyeron a la pérdida de impulso de las tasas de crecimiento de las exportaciones.

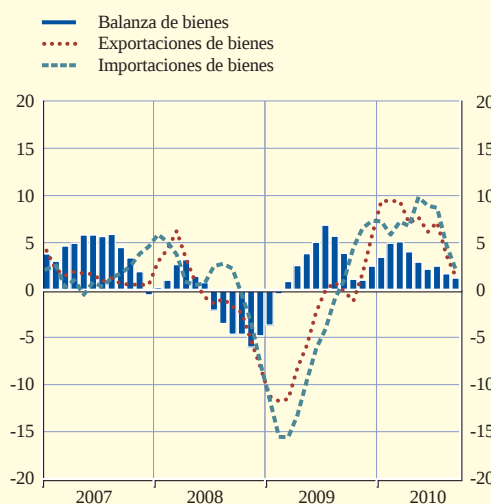
La desagregación geográfica de las exportaciones de bienes a países no pertenecientes a la zona del euro indica una moderación de las tasas de crecimiento intertrimestral de las exportaciones a Asia y Estados Unidos y un aumento de las tasas de crecimiento de las exportaciones a los países de la OPEP y al Reino Unido, mientras que el crecimiento de las exportaciones a otros Estados miembros de la UE se mantuvo prácticamente estable (véase gráfico 61).

El aumento, en términos nominales, de las exportaciones a países no pertenecientes a la zona del euro en el tercer trimestre fue resultado, principalmente, de un incremento de las exportaciones en términos reales, mientras que los precios de exportación aumentaron a un ritmo moderado. La desagregación de las exportaciones reales de bienes a países de fuera de la zona por algunas categorías de productos indica un descenso de las tasas de crecimiento intertrimestral de las exportaciones de bienes de equipo y de consumo en comparación con el trimestre anterior y una estabilización de las tasas de crecimiento de las exportaciones de bienes intermedios.

El crecimiento de las importaciones nominales de bienes procedentes de fuera de la zona del euro también se moderó en el tercer trimestre de 2010 para situarse en un 2,2%, frente al 8,9% del tri-

Gráfico 60 Comercio de bienes con países no pertenecientes a la zona del euro

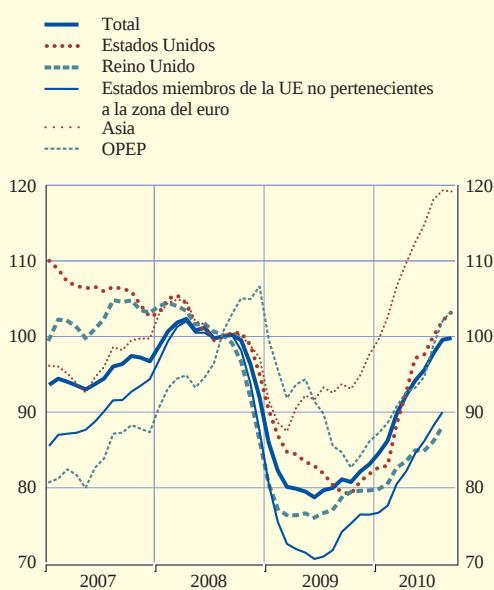
(tasas de variación intertrimestral; para la balanza de bienes, mm de euros y medias móviles de tres meses; datos mensuales; desestacionalizados y ajustados por días laborables)



Fuente: BCE.

Gráfico 61 Exportaciones nominales a algunos socios comerciales no pertenecientes a la zona del euro

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

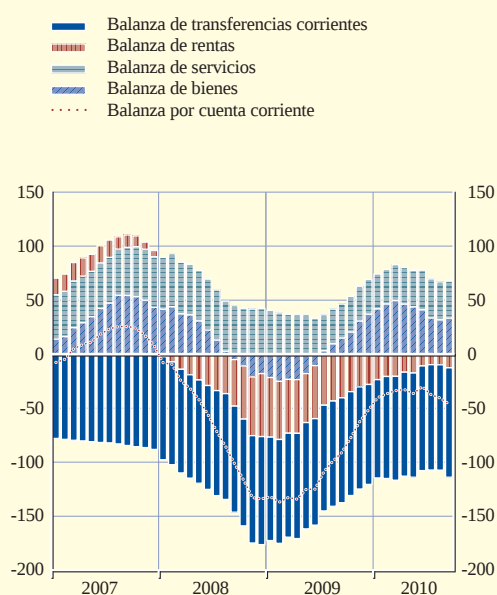


Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: Las observaciones más recientes corresponden a septiembre de 2010, salvo en el caso de los Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro y el Reino Unido (agosto 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 62 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.

mestre anterior (véase cuadro 12). Las importaciones procedentes de fuera de la zona se vieron favorecidas, hasta cierto punto, por la demanda interna y también por la demanda de bienes intermedios inducida por las exportaciones. La expansión de las importaciones de bienes es atribuible, principalmente, a los precios de importación, que siguieron aumentando, aunque a un ritmo más lento. A su vez, dichos precios se vieron afectados, en parte, por la evolución de los precios de las materias primas. La desaceleración de las tasas de crecimiento de las importaciones provenientes de fuera de la zona del euro parece reflejar la ralentización del crecimiento de la demanda interna de la zona. En el tercer trimestre de 2010, se observó una desaceleración del crecimiento intertrimestral de las importaciones nominales provenientes de los países de la OPEP, Asia y los Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro, al tiempo que se estabilizó la demanda de importaciones procedentes del Reino Unido.

Por lo que se refiere al comercio de servicios, las exportaciones nominales de la zona del euro a países no pertenecientes a la zona registraron tasas de crecimiento intertrimestral negativas en el tercer trimestre de 2010. Las exportaciones nominales de servicios experimentaron una contracción del 2,9%, frente al incremento del 4,5% registrado en el segundo trimestre. Las importaciones de servicios crecieron, en términos nominales, un 0,4% en tasa intertrimestral, lo que representa un descenso de unos tres puntos porcentuales en comparación con el trimestre anterior (véase cuadro 12).

En conjunto, dado que las importaciones crecieron más que las exportaciones, el superávit comercial en concepto de bienes y servicios se redujo en el tercer trimestre de 2010 en comparación con el trimestre anterior. Sin embargo, en cifras acumuladas de doce meses, dicho superávit aumentó. La expansión del

superávit de la balanza de bienes y servicios en los últimos doce meses es atribuible al aumento de la demanda en los principales países con los que comercia la zona del euro durante el segundo semestre de 2009 y el primer semestre de 2010. Esta mejora del superávit acumulado de la balanza de bienes y servicios, sumada a un descenso del déficit de la balanza de rentas y a un ligero aumento del déficit de la balanza de transferencias corrientes, se tradujo en una reducción del déficit por cuenta corriente en comparación con un año antes (véase gráfico 62). En el año transcurrido hasta septiembre, el déficit por cuenta corriente acumulado de doce meses registró un significativo descenso, situándose en 46,3 mm de euros (alrededor del 0,5% del PIB), frente a los 91 mm de euros contabilizados un año antes (véase cuadro 12).

De cara al futuro, se prevé que las exportaciones de bienes a países no pertenecientes a la zona del euro sigan creciendo a corto plazo, como se desprende de las encuestas y de los indicadores de corto plazo disponibles. El índice PMI de nuevos pedidos exteriores del sector manufacturero de la zona del euro, disponible hasta noviembre de 2010, descendió ligeramente en comparación con octubre, pero siguió situándose muy por encima del umbral de 50 que separa la expansión de la contracción. No obstante, dado que la actividad económica mundial ha perdido impulso en comparación con los seis primeros meses del año, la recuperación del comercio podría experimentar de nuevo cierta moderación.

Cuadro 12 Principales partidas de la balanza de pagos de la zona del euro

(datos desestacionalizados, salvo indicación en contrario)

				Media móvil de tres meses			Cifras acumuladas de 12 meses	
	2010 Ago	2010 Sep	2009 IV	2010			2009 III	2010 III
				I	II	III		
mm de euros								
Cuenta corriente	-6,9	-13,1	-3,3	-0,6	-3,3	-8,3	-91,0	-46,3
Bienes	0,2	1,8	2,5	5,1	2,2	1,3	15,0	33,4
Exportaciones	131,0	130,2	111,2	121,7	129,2	131,0	1.320,5	1.479,1
Importaciones	130,8	128,4	108,7	116,6	126,9	129,7	1.305,5	1.445,7
Servicios	1,8	1,8	3,3	2,8	3,3	1,9	31,5	34,3
Exportaciones	41,0	41,1	39,3	40,6	42,5	41,2	478,7	491,0
Importaciones	39,2	39,2	36,0	37,8	39,1	39,3	447,2	456,8
Rentas	-1,3	-5,5	-2,1	0,8	-0,4	-2,5	-40,4	-12,6
Transferencias corrientes	-7,6	-11,3	-7,0	-9,4	-8,4	-9,0	-97,1	-101,3
Cuenta financiera ¹⁾	10,4	12,6	-4,0	7,4	15,5	9,3	64,6	84,5
Total inversiones directas y de cartera netas	0,5	7,0	14,1	-7,9	21,4	-3,4	207,1	72,7
Inversiones directas netas	-11,1	-9,6	3,9	-13,4	-12,5	-7,1	-159,5	-87,4
Inversiones de cartera netas	11,5	16,5	10,2	5,5	33,9	3,7	366,6	160,2
Acciones y participaciones	25,5	-10,6	-1,1	-12,0	3,9	7,2	36,7	-6,3
Valores distintos de acciones	-14,0	27,2	11,4	17,6	30,0	-3,5	329,9	166,4
Bonos y obligaciones	-22,3	33,7	-1,6	8,0	31,0	-7,7	126,3	89,1
Instrumentos del mercado monetario	8,3	-6,6	13,0	9,6	-1,0	4,2	203,6	77,4
Otras inversiones netas	7,6	7,7	-21,0	15,5	-8,4	13,3	-157,6	-1,7
variaciones porcentuales sobre el período anterior								
Bienes y servicios								
Exportaciones	-0,7	-0,4	4,8	7,8	5,7	0,3	-14,6	9,5
Importaciones	0,4	-1,4	5,6	6,7	7,6	1,8	-15,2	8,5
Bienes								
Exportaciones	-0,5	-0,6	5,8	9,4	6,1	1,4	-17,2	12,0
Importaciones	0,7	-1,8	7,3	7,2	8,9	2,2	-18,4	10,7
Servicios								
Exportaciones	-1,4	0,1	2,2	3,3	4,5	-2,9	-6,6	2,6
Importaciones	-0,4	-0,1	0,7	4,9	3,5	0,4	-4,4	2,1

Fuente: BCE.

Nota: Pueden producirse discrepancias, debido al redondeo.

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

CUENTA FINANCIERA

El saldo de la cuenta financiera se mantuvo prácticamente estable en los tres primeros trimestres de 2010. Los flujos netos del agregado de inversiones directas y de cartera, se compensaron, en cierta medida, con los flujos netos de otras inversiones. No obstante, la desagregación por categorías de inversiones sugiere que, durante este período, se produjeron algunos cambios en el comportamiento de los inversores en respuesta a las tensiones observadas en los mercados financieros. Si bien las salidas netas de inversiones directas se redujeron gradualmente, los cambios en el comportamiento de los inversores se reflejaron, principalmente, en la volátil evolución de los saldos de inversiones de cartera y de otras inversiones (véase cuadro 12).

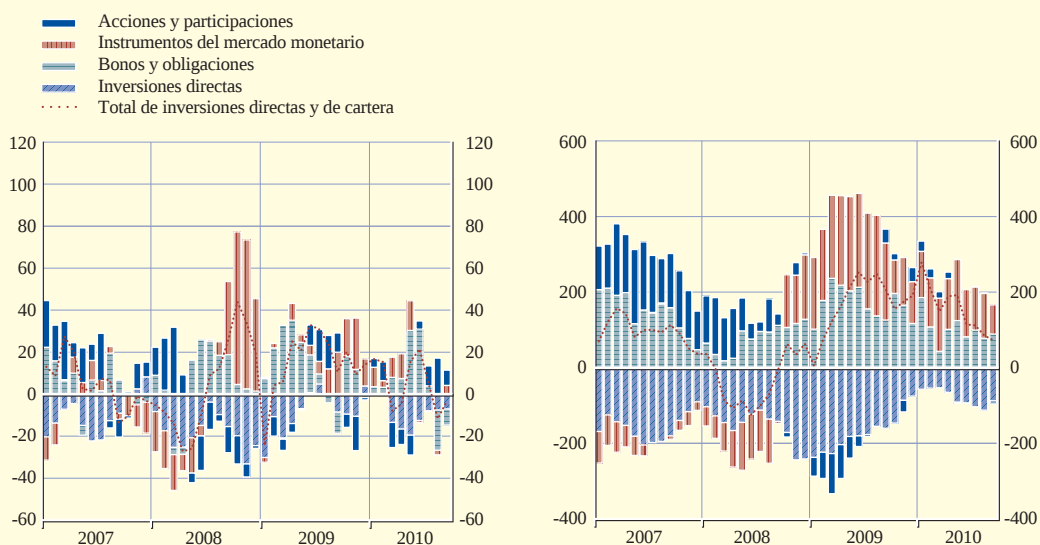
Por lo que respecta a las inversiones directas, la tendencia de las salidas netas, que se inició en el primer trimestre de 2010, continuó en el tercer trimestre del año, impulsada principalmente por un aumento de las inversiones directas en el exterior. No obstante, se produjo cierta pérdida de impulso, dado que la inversión en acciones y participaciones siguió siendo moderada. Además, a medida que la evolución económica general se fue estabilizando progresivamente, las empresas de la zona del euro redujeron su flujo de préstamos a filiales extranjeras.

En cuanto a las inversiones de cartera, la evolución trimestral ha sido más volátil que la de las inversiones directas. Las entradas netas de inversiones de cartera experimentaron una pronunciada caída en el tercer trimestre de 2010, mientras que, por el contrario, registraron un fuerte aumento en el segundo trimestre del año. La desagregación por instrumentos indica que estos movimientos tan acusados son atribuibles a los valores distintos de acciones, que registraron un fuerte aumento de las entradas netas en el segundo trimestre y, posteriormente, un cambio de signo a salidas netas en el tercer trimestre (véanse gráfico 63 y cuadro 12). Por el contrario, los flujos de cartera en forma de acciones y participaciones siguieron siendo positivos en el tercer trimestre tras el cambio de signo, de salidas netas a entradas

Gráfico 63 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.

netas, experimentado en el segundo trimestre. Por último, los flujos de otras inversiones también se han caracterizado por su volatilidad, mostrando cambios de signo de un trimestre a otro.

Examinando la evolución con más detalle, se observa que el cambio de signo, de salidas netas a entradas netas, en las inversiones en renta variable en el segundo trimestre de 2010 oculta un proceso de liquidación de posiciones en valores de renta variable extranjeros y de repatriación de fondos por residentes en la zona del euro. Todo ello debe contemplarse en el contexto de una intensificación de las tensiones en los mercados financieros y de caída y volatilidad de las cotizaciones bursátiles durante el segundo trimestre, que podrían haber incrementado el sesgo nacional de los inversores. Por el contrario, al remitir las tensiones financieras en el tercer trimestre, el aumento de las entradas netas de inversiones en acciones y participaciones se debió a las inversiones realizadas por no residentes, estimuladas posiblemente por las expectativas de beneficio más favorables de las empresas de la zona del euro. Al mismo tiempo, las entradas netas de inversiones en instrumentos de renta fija de la zona del euro —sobre todo, compras netas de bonos y obligaciones del Estado por parte de no residentes en la zona del euro— experimentaron un fuerte aumento en el segundo trimestre. Este comportamiento es coherente con un nuevo aumento de la aversión al riesgo entre los inversores durante este período. Sin embargo, en el tercer trimestre, al suavizarse las tensiones financieras, la inversión en valores de renta fija de la zona del euro cambió de signo, registrándose salidas netas. Este cambio reflejó cierta normalización de las inversiones en bonos y obligaciones de la zona del euro por parte de los no residentes en la zona, así como un aumento de las inversiones de residentes en la zona en bonos y obligaciones extranjeros.

Por lo que se refiere a la evolución a más largo plazo, las entradas netas del agregado de inversiones directas y de cartera registraron una acusada caída, situándose en 72,7 mm de euros, en los doce meses transcurridos hasta septiembre de 2010, frente a los 207,1 mm de euros contabilizados en el mismo período un año antes. El principal factor determinante de esta caída fue el descenso de las entradas netas de inversiones de cartera (véase cuadro 12). La desagregación de las inversiones de cartera por instrumentos indica que este descenso fue, principalmente, resultado de una fuerte reducción de las entradas netas de valores distintos de acciones, intensificada por un cambio de signo, a salidas netas, de las acciones y participaciones (véanse gráfico 63 y cuadro 12). En conjunto, dos factores que siguieron influyendo decisivamente en la evolución de las operaciones financieras transfronterizas en el año transcurrido hasta septiembre de 2010 fueron la normalización de los flujos de valores distintos de acciones con respecto a los niveles excepcionalmente altos observados durante la crisis financiera y el fuerte repunte de la inversión en valores de renta variable, por parte tanto de residentes en la zona del euro como de no residentes, que se inició en el segundo semestre de 2009.

