

EVOLUCIÓN ECONÓMICA Y MONETARIA

I ENTORNO EXTERIOR DE LA ZONA DEL EURO

La economía mundial se está recuperando a un ritmo sostenido. No obstante, se observan diferencias entre unos países y otros respecto a la fuerza del repunte. Mientras que casi todas las economías emergentes han registrado un crecimiento económico vigoroso, en la mayoría de las economías avanzadas el ritmo de crecimiento ha seguido siendo más moderado. Estas diferencias en los patrones de crecimiento también se han reflejado en una divergente intensidad de las presiones inflacionistas entre regiones, aunque, en conjunto, se ha mantenido la moderación a escala mundial. Las tasas de inflación se han situado en niveles más altos en las economías emergentes que crecen con mayor rapidez, pero han seguido siendo moderadas en las principales economías avanzadas. Se estima que los riesgos para las perspectivas económicas mundiales están, en general, equilibrados.

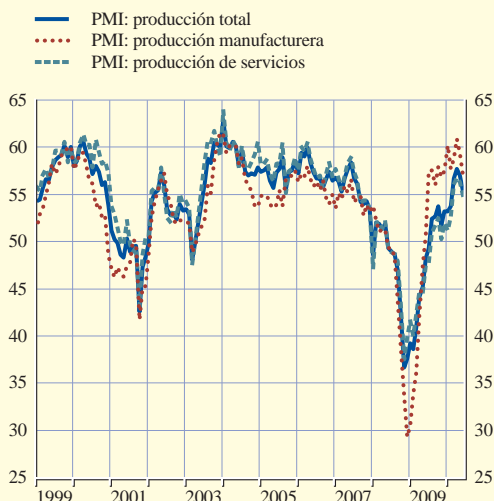
I.1 EVOLUCIÓN DE LA ECONOMÍA MUNDIAL

La economía mundial se está recuperando a un ritmo sostenido, respaldada por las políticas de estímulo en curso y por el favorable ciclo de existencias. No obstante, se observan diferencias entre unos países y otros respecto a la fuerza del repunte. Mientras que casi todas las economías emergentes han registrado un crecimiento económico vigoroso, en la mayoría de las economías avanzadas el ritmo de crecimiento ha seguido siendo más moderado.

Los indicadores de corto plazo sugieren que el ritmo de la expansión económica, si bien sigue siendo robusto, se ha moderado tanto en el sector manufacturero como en el sector servicios (véase gráfico 1). El indicador sintético mundial PMI (índice de directores de compras) se redujo hasta 55,4 en junio, desde los 57 puntos registrados en el mes anterior. Esta cifra sigue siendo muy superior a la media de la serie y es coherente con el sólido crecimiento mundial. La actividad comercial continúa estando respaldada por una nueva y sólida expansión, aunque más moderada, de las entradas de nuevos pedidos, tanto nacionales como del exterior, lo que constituye un buen augurio para la demanda externa de la zona del euro.

Gráfico 1 PMI: producción mundial

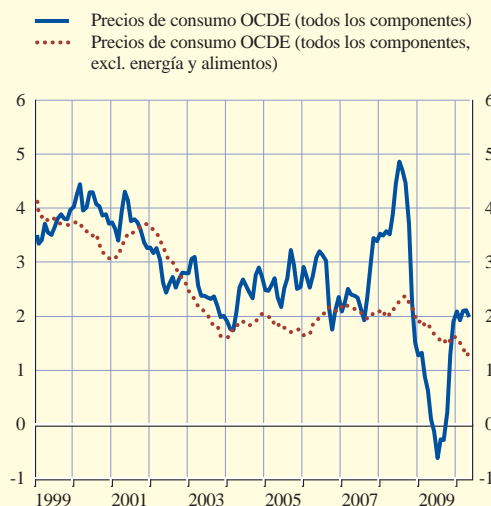
(índice de difusión; datos mensuales desestacionalizados)



Fuente: Markit.

Gráfico 2 Evolución de los precios internacionales

(datos mensuales; tasas de variación interanual)



Fuente: OCDE.

Las presiones de precios a escala mundial han seguido siendo, en general, moderadas pero las diferencias en los patrones de crecimiento también se han reflejado en una divergente intensidad de las presiones inflacionistas entre países y regiones. En las principales economías avanzadas, la inflación medida por el IPC ha seguido siendo moderada, mientras que, en las economías emergentes que crecen con mayor rapidez, las tasas de inflación han aumentado hasta niveles más altos. En conjunto, en los países de la OCDE, la inflación general medida por los precios de consumo se incrementó un 2% en el año transcurrido hasta mayo, frente al 2,1% registrado en abril (véase gráfico 2). El descenso de la inflación general tuvo su origen, principalmente, en una desaceleración de la inflación interanual de los precios de la energía en mayo en comparación con abril. La inflación interanual medida por los precios de consumo, excluidos la energía y los alimentos fue del 1,3% en mayo, sin variación con respecto al mes anterior. Los precios de los bienes intermedios del indicador PMI mundial indican que la inflación de costes se redujo en la mayoría de los sectores manufactureros que abarca esta encuesta.

ESTADOS UNIDOS

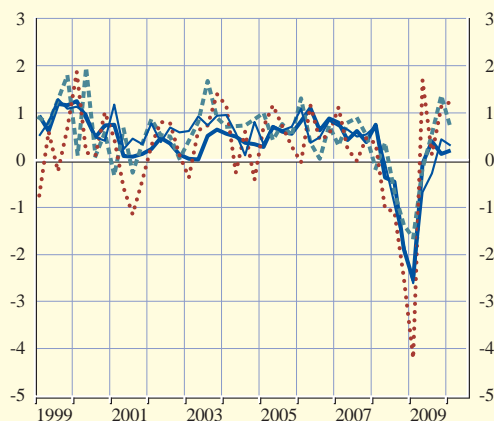
En Estados Unidos, el crecimiento del PIB real perdió cierto impulso en el primer trimestre de 2010, tras haber repuntando vigorosamente en el último trimestre de 2009. Según la tercera estimación de la Oficina de Análisis Económico, el PIB real creció un 2,7%, en tasa anualizada, en el primer trimestre de 2010, tras el aumento del 5,6% observado en el último trimestre de 2009. Más de la mitad del crecimiento total del PIB en el primer trimestre de 2010 es atribuible a las existencias privadas. El crecimiento del PIB también reflejó, en parte, la capacidad de resistencia del gasto en consumo, que se incrementó a una tasa anualizada del 3%. El gasto de las empresas siguió recuperándose, impulsado por otro aumento pronunciado de la inversión en bienes de equipo y software. Por otra parte, el crecimiento se vio atenuado por un acusado descenso del gasto de las administraciones regionales y locales y por una contribución negativa del comercio, ya que las importaciones crecieron más que las exportaciones.

Por lo que respecta a la evolución de los precios, la inflación interanual, medida por el IPC, fue del 2% en mayo, frente al 2,2% de abril. Este descenso de la inflación general medida por el IPC es atribuible a una desaceleración de la in-

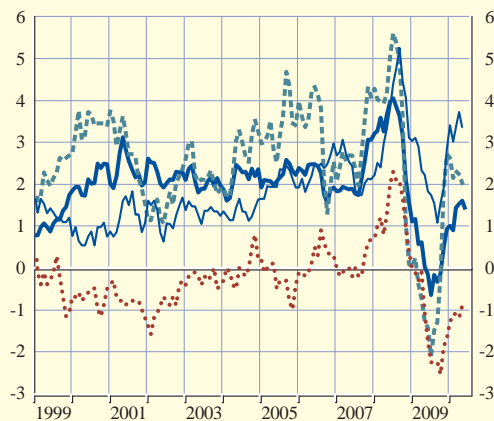
Gráfico 3 Principales indicadores de las economías más industrializadas

— Zona del euro - - - Estados Unidos
 Japón — Reino Unido

Crecimiento del producto¹⁾
 (tasas de variación intertrimestral; datos trimestrales)



Tasas de inflación²⁾
 (precios de consumo; tasas de variación interanual; datos mensuales)



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.

flación interanual de los precios de la energía en mayo. Excluidos la energía y los alimentos, la inflación interanual se mantuvo en el 0,9% en mayo, la tasa más baja registrada desde 1996, como consecuencia de las menores presiones inflacionistas y del notable exceso de capacidad productiva sin utilizar.

El 23 de junio de 2010, el Comité de Operaciones de Mercado Abierto de la Reserva Federal decidió mantener el objetivo fijado para el tipo de interés de los fondos federales en una banda del 0% al 0,25%. El Comité sigue considerando que la situación económica, incluidas las bajas tasas de utilización de los recursos, las moderadas tendencias de la inflación y la estabilidad de las perspectivas de inflación, probablemente justifique que se mantenga el tipo de interés de los fondos federales en niveles excepcionalmente bajos durante un período prolongado.

JAPÓN

En Japón, la actividad económica ha mostrado nuevas señales de recuperación, al tiempo que se está moderando la deflación. La segunda estimación provisional de la Oficina Económica del Gobierno indica que el PIB real aumentó en el primer trimestre de 2010 un 1,2% en tasa intertrimestral. La encuesta Tankan, correspondiente a junio, reveló que, si bien ha mejorado la evaluación de las empresas sobre el clima empresarial, se mantiene la cautela en lo tocante a sus perspectivas.

Los precios de consumo siguieron bajando, aunque en menor medida, debido al notable exceso de capacidad productiva sin utilizar que registra la economía. La inflación interanual, medida por el IPC, fue del -0,9% en mayo, frente al -1,2% observado en abril. Al mismo tiempo, la inflación medida por el IPC, excluidos la energía y los alimentos, se situó en el -1,6%, en tasa interanual, en mayo, sin variación con respecto a abril.

En su reunión de 15 de junio de 2010, el Banco de Japón decidió mantener sin variación, en el 0,1%, el objetivo fijado para los tipos de interés de los préstamos a un día sin garantía.

REINO UNIDO

En el Reino Unido, los indicadores recientes siguen apuntando a una recuperación sostenida. El crecimiento intertrimestral del PIB real se revisó al alza hasta el 0,3% (desde el 0,2%) en el primer trimestre de 2010 (véase gráfico 3). El crecimiento del producto estuvo determinado, principalmente, por una contribución positiva de las existencias, mientras que el gasto de los hogares no experimentó variación y la demanda exterior neta siguió contribuyendo negativamente. Los precios de la vivienda han continuado su tendencia alcista, al menos en tasas interanuales. El índice Halifax de precios de la vivienda se situó en mayo de 2010 un 5,3% por encima del nivel de hace un año. De cara al futuro, se prevé que la actividad prosiga su gradual recuperación, respaldada por los efectos retardados de la depreciación de la libra esterlina, el estímulo monetario y las mejoras de la situación mundial en general. No obstante, las perspectivas económicas siguen estando empañadas por la necesidad de proceder a una sustancial restricción presupuestaria y a un mayor ajuste de los balances del sector bancario, y de incrementar el ahorro del sector privado en un contexto de elevados niveles de endeudamiento y aumento de la incertidumbre.

La inflación interanual, medida por el IPC, tras seguir una tendencia alcista en los últimos meses, se redujo hasta el 3,4% en mayo, desde el 3,7% registrado en abril. La reimplantación de la tasa del IVA en enero de 2010, los incrementos interanuales de los precios de la energía y el efecto retardado de la depreciación de la libra siguieron ejerciendo presión al alza sobre la inflación interanual. El 10 de junio, el Comité de Política Monetaria del Banco de Inglaterra votó a favor de mantener en el 0,5% el tipo de

interés oficial al que se remuneran las reservas de las entidades de crédito. El Comité también votó a favor de mantener el volumen de compras de activos financiadas mediante la emisión de reservas del banco central en 200 mm de libras esterlinas.

OTROS PAÍSES EUROPEOS

En la mayoría de los demás países de la UE no pertenecientes a la zona del euro el crecimiento del PIB real ha vuelto a registrar cifras positivas y han aumentado las tasas de utilización de la capacidad productiva en el sector manufacturero. Esta recuperación gradual refleja, principalmente, la mejora sostenida de la demanda externa y el paulatino repunte de la confianza de los consumidores. En conjunto, los indicadores de actividad de corto plazo sugieren que proseguirá la recuperación.

En Suecia, el PIB real creció un 1,4%, en tasa intertrimestral, en el primer trimestre de 2010, tras registrar un crecimiento del 0,4% en el cuarto trimestre de 2009. En Dinamarca, el producto creció un 0,6% en el primer trimestre de 2010, frente a un 0,1% en el cuarto trimestre de 2009. Los indicadores de corto plazo señalan claramente que continuará la recuperación en Suecia y Dinamarca, aunque la inversión empresarial sigue siendo débil. En mayo de 2010, la inflación interanual, medida por el IAPC, se moderó hasta el 1,9% en ambos países.

Entre los países más grandes de la UE de Europa central y oriental, solo Rumanía registró tasas de crecimiento real negativas en el primer trimestre de 2010 (-0,3% en cifras intertrimestrales). Al mismo tiempo, el crecimiento fue del 0,9% en Hungría y del 0,5% en la República Checa y Polonia. En general, con la excepción de Rumanía, los indicadores de confianza más recientes, así como las cifras de producción industrial y comercio, apuntan a una mejora de la actividad. Simultáneamente, varios factores —incluidos el aumento del desempleo y las desfavorables condiciones de concesión de crédito (sobre todo en Hungría y Rumanía)— indican que se mantendrá la atonía de la demanda interna. En mayo de 2010, la inflación interanual, medida por el IAPC, se situaba en el 1% en la República Checa y en el 2,3% en Polonia. En Hungría y Rumanía, la inflación medida por el IAPC siguió siendo elevada, registrándose tasas del 4,9% y del 4,4%, respectivamente.

ECONOMÍAS EMERGENTES DE ASIA

El crecimiento del producto siguió siendo vigoroso en las economías emergentes de Asia durante el segundo trimestre de 2010, como lo confirman los indicadores mensuales más recientes. En particular, la región ha experimentado, en lo que va de año, un fuerte repunte del crecimiento de las exportaciones, en acusado contraste con la situación de hace un año. Las tasas mensuales de crecimiento interanual de las exportaciones de las principales economías de la región se situaron, en promedio, en un intervalo del 25% al 50% en los cinco primeros meses de 2010. Al mismo tiempo, las presiones inflacionistas están aumentando y la inflación medida por el IPC fue algo más elevada en mayo, en comparación con los meses anteriores, en la mayoría de los países de la región.

Aunque los indicadores de alta frecuencia apuntan a una ligera desaceleración, China siguió registrando un robusto crecimiento económico en el segundo trimestre de 2010. La demanda interna privada —tanto la inversión como el consumo— se ha ido haciendo cada vez más autosostenida, lo que ha permitido una gradual retirada de las políticas públicas de estímulo. La demanda externa ha registrado una acusada recuperación, con un crecimiento de las exportaciones reales del 45% en mayo en comparación con un año antes. Las presiones inflacionistas siguieron intensificándose en mayo, principalmente como consecuencia de la subida de los precios de los alimentos y las materias primas, y la inflación, medida por el IPC y por el índice de precios industriales (IPRI), se situó en el 3,1% y en el 7,1%, respectivamente. Las medidas administrativas adoptadas a finales de abril para frenar la de-

manda especulativa en el mercado de la vivienda han comenzado a producir algunos resultados, aunque todavía es demasiado pronto para evaluar el impacto sobre los precios inmobiliarios y la inversión residencial.

AMÉRICA LATINA

En América Latina, la actividad económica se fortaleció aún más en el primer trimestre. En Brasil, el PIB real creció un 8,9%, en tasa interanual, en el primer trimestre de 2010, tras aumentar un 4,4% en el cuarto trimestre de 2009. En mayo, la inflación interanual se situó en el 5,2%, sin variación con respecto al mes anterior. El 10 de junio, el Banco Central do Brasil elevó su principal tipo de interés oficial en 75 puntos básicos, hasta el 10,25%. En Argentina, el PIB real registró una expansión del 6,3%, en tasa interanual, en el primer trimestre de 2010. La inflación, medida por los precios de consumo, aumentó de nuevo en mayo, hasta el 10,7%. En México, la producción industrial creció un 6,1% en abril, mientras que la inflación interanual se situó en el 3,9% en mayo, es decir, 0,4 puntos porcentuales por debajo del nivel observado en el mes anterior.

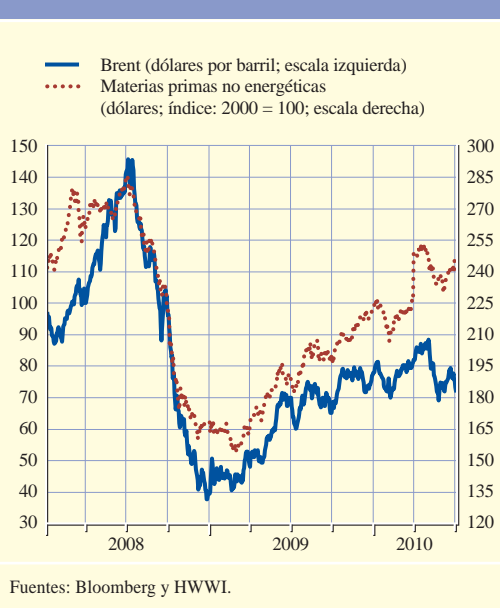
1.2 MERCADOS DE MATERIAS PRIMAS

Tras el descenso experimentado en mayo, los precios del petróleo aumentaron durante la mayor parte de junio y bajaron de nuevo en los primeros días de julio en un clima de considerable volatilidad. El 7 de julio, el precio del barril de Brent se situaba en 72,3 dólares estadounidenses, es decir, un 7,6% por debajo del nivel de comienzos del año (véase gráfico 4). De cara al futuro, los participantes en los mercados prevén precios más altos en el medio plazo, y los futuros con entrega en diciembre de 2012 se negocian actualmente en torno a 82,4 dólares estadounidenses el barril.

La Agencia Internacional de la Energía (AIE) ha revisado al alza sus proyecciones de la demanda de petróleo en vista de que la demanda de los países de la OCDE, especialmente de Estados Unidos, ha resultado mayor de lo previsto, mientras que, en los países no pertenecientes a la OCDE, la demanda sigue siendo robusta. No obstante, la oferta continúa siendo holgada y está atenuando, en parte, las presiones registradas por el lado de la demanda. En conjunto, la AIE espera un aumento de la producción de petróleo en 2010, debido a que los países no pertenecientes a la OPEP producirán más de lo previsto. A medio plazo, se prevé que la oferta de petróleo seguirá siendo abundante, como consecuencia del aumento de la capacidad de producción de la OPEP tras las nuevas inversiones.

Los precios de las materias primas no energéticas fueron algo más elevados en junio. Los precios de los alimentos se incrementaron por la subida de los precios del trigo, mientras que los precios de los metales siguieron bajando, debido en gran medida al descenso de los precios del cobre y del níquel. En cifras agregadas, el índice de precios de las materias primas no energéticas (denominado en dólares estadounidenses) se situaba, a principios de julio, aproximadamente un 11,7% por encima del nivel de comienzos del año.

Gráfico 4 Principales indicadores de los mercados de materias primas



1.3 PERSPECTIVAS DEL ENTORNO EXTERIOR

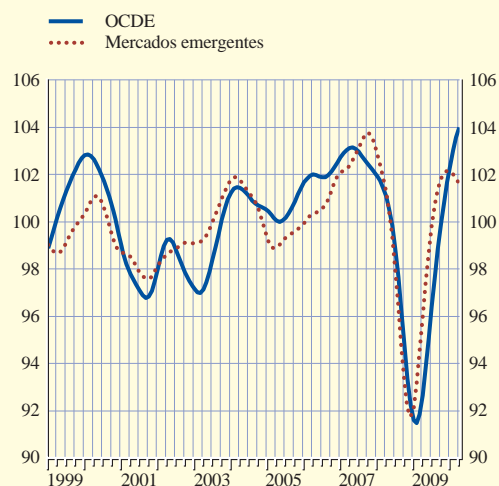
Los datos de las encuestas y los indicadores adelantados sugieren que, a lo largo del año en curso, cabría esperar cierta moderación en el ritmo de crecimiento, a medida que se desvanezca el impacto de factores transitorios como el favorable ciclo de existencias y el estímulo proporcionado por las políticas. Los indicadores adelantados sugieren que el máximo alcanzado en la reciente recuperación podría haberse ya dejado atrás y apuntan a una desaceleración de la expansión económica, tanto en las economías avanzadas como en las emergentes, aproximadamente a uno o dos trimestres vista. Los indicadores sintéticos adelantados correspondientes a los países de la OCDE sugieren un ritmo más lento de expansión en abril, con tasas de crecimiento más bajas por noveno mes consecutivo (véase gráfico 5). Asimismo han comenzado a vislumbrarse los primeros indicios de un posible máximo en los principales países no pertenecientes a la OCDE, como Brasil y China. Los indicadores de confianza de las principales economías también

muestran, en general, señales un tanto ambivalentes, que sugieren que la situación económica actual es sólida, aunque con unas expectativas más moderadas para el corto plazo.

En un entorno marcado por una fuerte incertidumbre, se considera que los riesgos para la actividad mundial siguen estando, en general, equilibrados. Por una parte, el comercio mundial podría recuperarse con más intensidad de lo previsto. Por otra parte, sigue preocupando el recrudecimiento de las tensiones en los mercados financieros, con los posibles efectos adversos sobre las condiciones de financiación y la confianza. Además, la situación podría complicarse por la posibilidad de que se produzca una espiral negativa de reacciones adversas entre la economía real y el sector financiero más intensa o prolongada de lo previsto, aumenten de nuevo los precios del petróleo y de otras materias primas, se intensifiquen las presiones proteccionistas y se realice de forma desordenada la corrección de los desequilibrios mundiales.

Gráfico 5 Indicadores sintéticos adelantados de la OCDE

(datos mensuales; ajustados a la amplitud del ciclo)



Fuente: OCDE.

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

2 EVOLUCIÓN MONETARIA Y FINANCIERA

2.1 DINERO Y CRÉDITO DE LAS IFM

Las tasas de crecimiento interanual de M3 y de los préstamos concedidos por las IFM al sector privado han permanecido en niveles reducidos en los últimos meses. Esta evolución continúa respaldando la valoración de que el ritmo de expansión monetaria subyacente es moderado y de que las presiones inflacionistas a medio plazo son contenidas. El efecto atenuante ejercido por la acusada pendiente de la curva de rendimientos sobre el crecimiento de M3 está disminuyendo gradualmente. El débil crecimiento interanual de los préstamos otorgados por las IFM al sector privado sigue ocultando un crecimiento moderadamente positivo de los préstamos a los hogares, así como un crecimiento negativo de los préstamos a las sociedades no financieras. Con todo, los flujos mensuales de préstamos a estos dos sectores fueron positivos en mayo de 2010. Por último, los datos de los balances de las IFM hasta mayo aportan nueva evidencia de que, tras la disminución de los activos totales registrada en 2009, el sector de las IFM de la zona del euro ha vuelto a acumular activos desde principios de 2010.

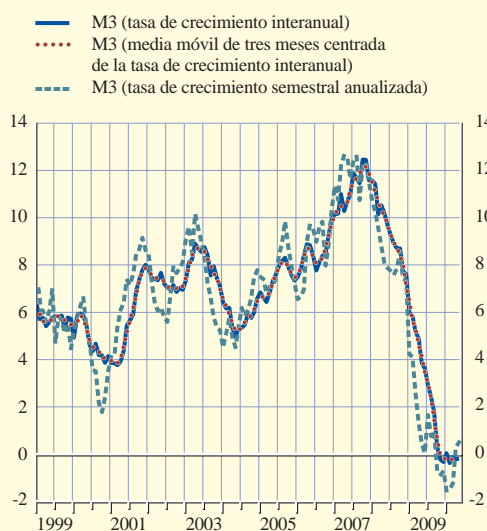
EL AGREGADO MONETARIO AMPLIO M3

En mayo de 2010, el crecimiento interanual de M3 permaneció en niveles reducidos y se mantuvo invariable, en el $-0,2\%$ (véase gráfico 6). Esta evolución oculta unos flujos mensuales considerablemente negativos que, no obstante, podría reflejar simplemente una reversión parcial de los cuantiosos flujos positivos registrados el mes anterior, confirmando con ello que, en general, la evolución a corto plazo de este agregado monetario durante el último año y medio se ha caracterizado por un grado elevado de volatilidad. Hasta ahora, las tensiones que emergieron en algunos segmentos de los mercados financieros en abril y mayo no parecen haber tenido un efecto perceptible sobre los datos agregados relativos a la evolución monetaria en la zona del euro en su conjunto. Al mismo tiempo, es posible que el hecho de que los sectores tenedores de dinero redujeran de manera relativamente acusada sus tenencias de valores distintos de acciones a corto y a largo plazo de las IFM en mayo haya causado cierto impacto.

En general, la evolución de M3 sigue explicándose, en gran parte, por el impacto de los distintos tipos de interés. La pendiente de la curva de rendimientos continúa siendo acusada, lo que hace que la remuneración de los activos no monetarios que generan intereses sea relativamente elevada y, por tanto, constituye un incentivo continuo para asignar nuevos fondos a activos no incluidos en M3. Sin embargo, como la pendiente de la curva de rendimientos ha sido pronunciada desde principios de 2009, deberían haberse producido desplazamientos desde M3 hacia instrumentos a más largo plazo en respuesta al aumento de la pendiente, causando un impacto a la baja más reducido sobre el crecimiento de M3. Por consiguiente, aunque el crecimiento de M3 sigue subestimando el ritmo de crecimiento monetario subyacente, lo hace en menor medida.

Gráfico 6 Crecimiento de M3

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



Fuente: BCE.

En cuanto a los componentes, el débil crecimiento de M3 observado en mayo continuó ocultando importantes diferencias entre el crecimiento interanual de M1, que fue muy positivo, con una tasa del 10,3%, y un crecimiento considerablemente negativo de otros depósitos a corto plazo y de los instrumentos negociables. Por lo que se refiere a las contrapartidas, el crecimiento interanual de los préstamos concedidos al sector privado se mantuvo en niveles moderados y también ocultó diferencias entre el crecimiento moderadamente positivo de los préstamos otorgados a los hogares y el crecimiento negativo de los préstamos a las sociedades no financieras.

Los principales activos de las IFM volvieron a aumentar ligeramente en el período de tres meses transcurrido hasta mayo de 2010, tras haber repuntado en el primer trimestre del año. Esta evolución refleja, fundamentalmente, un aumento de los préstamos entre IFM y de los concedidos a instituciones distintas de IFM de la zona del euro y, en general, proporciona nueva evidencia de que las IFM de la zona han estado ampliando sus balances desde principios de 2010, tras la contracción observada en 2009.

PRINCIPALES COMPONENTES DE M3

El débil crecimiento interanual de M3 continúa ocultando diferencias en los niveles de crecimiento de los distintos componentes. La tasa de crecimiento interanual de M1 se mantuvo en niveles muy positivos, mientras que la de los instrumentos negociables y la de los depósitos a corto plazo distintos de los depósitos a la vista permanecieron en niveles considerablemente negativos.

Al mismo tiempo, en los últimos meses se ha observado cierta disminución de esta diferencia. La tasa de crecimiento interanual de M1 experimentó un nuevo descenso en mayo y se situó en el 10,3%, desde el 10,7% del mes precedente (véase cuadro 1). Esta evolución estuvo impulsada por los sustanciales flujos mensuales de salida de los depósitos a la vista, que quedaron compensados, aunque solo en parte, por las entradas de efectivo en circulación. Es posible que las salidas registradas en los depósitos a la vista reflejen una reversión de los elevados flujos de entrada del mes anterior, y también deben considerarse en el contexto de elevada volatilidad que ha caracterizado a los flujos de estos depósitos desde el otoño de 2008.

Cuadro 1 Cuadro resumen de variables monetarias

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

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

Fuente: BCE.

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

La tasa de crecimiento interanual de los depósitos a corto plazo distintos de los depósitos a la vista aumentó hasta situarse en el -8% en mayo, desde el -8,6% de abril, como consecuencia de que sus dos componentes, los depósitos a plazo hasta dos años (es decir, los depósitos a corto plazo) y los depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses (esto es, los depósitos de ahorro a corto plazo) registraron entradas mensuales de magnitud similar. Los flujos de entrada de depósitos a corto plazo reflejan, por un lado, el hecho de que, en los últimos meses, su remuneración ha mejorado y, por otro, la reducción del tipo de interés al que se remuneran los depósitos a la vista, especialmente del tipo de interés de los depósitos a más largo plazo, durante ese mismo período.

Tras aumentar durante dos meses consecutivos, la tasa de crecimiento interanual de los instrumentos negociables descendió hasta situarse en el -10,7% en mayo, desde el -9,9% de abril, como consecuencia de los flujos de salida mensuales negativos registrados. Dos terceras partes de las salidas observadas correspondieron a las participaciones en fondos del mercado monetario. El tercio restante tuvo su origen en una reducción de los valores distintos de acciones a corto plazo (es decir, los valores distintos de acciones hasta dos años) de las IFM que mantienen los sectores tenedores de dinero. Esta evolución podría ser reflejo de la preocupación de algunos inversores acerca de la sostenibilidad del endeudamiento de los sectores público y privado y de sus repercusiones para los sistemas bancarios de algunos países.

La tasa de crecimiento interanual de los depósitos de M3, que incluyen los depósitos a corto plazo y las cesiones temporales, y que constituyen el agregado monetario más amplio para el que se dispone de un detalle fiable por sectores, experimentó un ligero incremento en mayo, pero continuó fluctuando en torno al 1%, nivel alcanzado por primera vez en octubre de 2009. Este aumento tuvo su origen en la mayor contribución de los intermediarios financieros no monetarios distintos de las empresas de seguros y los fondos de pensiones. Las contribuciones de las sociedades no financieras y de los hogares continuaron disminuyendo levemente en mayo. No obstante, los depósitos de M3 mantenidos por las sociedades no financieras siguen siendo los que más han contribuido al crecimiento interanual de estos instrumentos, mientras que la aportación de los depósitos que mantienen los hogares ha caído hasta situarse en niveles próximos a cero.

PRINCIPALES CONTRAPARTIDAS DE M3

En cuanto a las contrapartidas de M3, la tasa de crecimiento interanual del crédito total concedido por las IFM a residentes en la zona del euro se situó en el 1,8% en mayo, sin variaciones con respecto al mes precedente (véase cuadro 1). Sin embargo, esta evolución refleja movimientos opuestos de sus dos componentes principales, ya que mientras que el crecimiento interanual del crédito otorgado a las Administraciones Públicas se mantuvo en niveles elevados, el del crédito concedido al sector privado siguió siendo reducido.

La tasa de crecimiento interanual de los préstamos concedidos al sector privado (el principal componente del crédito otorgado a este sector) continuó siendo reducida, pero experimentó un ligero aumento por cuarto mes consecutivo, situándose en el 0,2% en mayo, desde el 0,1% de abril. Al igual que en el mes anterior, el impacto de las operaciones de titulización fue nulo en mayo.

El crecimiento interanual de los préstamos concedidos al sector privado sigue ocultando diferencias significativas entre los distintos subsectores. Por un lado, la tasa de crecimiento interanual de los préstamos otorgados a las sociedades no financieras continuó siendo negativa en mayo (del -2,1%), aunque algo menos que en el mes precedente (véase cuadro 2). Sin embargo, en mayo se registraron cuantiosas entradas mensuales positivas en los préstamos a empresas, las más elevadas desde enero de 2009, impulsadas por los considerables flujos de entrada en los préstamos a corto plazo (hasta un año) y los

Cuadro 2 Préstamos de las IFM al sector privado

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

	Saldo vivo en porcentaje total ¹⁾	Tasas de crecimiento interanual					
		2009 II	2009 III	2009 IV	2010 I	2010 Abr	2010 May
Sociedades no financieras	43,2	4,6	1,2	-1,4	-2,5	-2,6	-2,1
Hasta un año	24,9	-2,6	-8,7	-11,9	-12,2	-10,9	-9,8
De uno a cinco años	19,6	9,7	4,7	-0,2	-3,3	-5,0	-5,1
Más de cinco años	55,5	6,8	5,4	3,9	3,2	2,7	2,9
Hogares²⁾	46,1	0,1	-0,1	0,3	1,7	2,5	2,6
Crédito al consumo ³⁾	12,4	-0,4	-1,0	-1,0	-0,6	-0,4	-0,4
Préstamos para adquisición de vivienda ³⁾	72,0	-0,2	-0,2	0,2	2,0	2,9	3,1
Otras finalidades	15,6	1,5	1,3	1,9	2,4	3,1	2,9
Empresas de seguros y fondos de pensiones	0,8	-3,1	-6,1	-12,4	-9,3	-7,4	-7,8
Otros intermediarios financieros no monetarios	9,9	1,4	-0,0	0,2	0,2	2,3	0,5

Fuente: BCE.

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

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

2) Según la definición del SEC 95.

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

préstamos a largo plazo (a más de cinco años). No obstante, a la vista de la volatilidad observada en los últimos meses, es demasiado pronto para valorar si esta evolución señala un punto de inflexión. Un aumento de las entradas de préstamos a corto plazo sería acorde con la mayor necesidad de las empresas de disponer de fondos a corto plazo para gestionar sus existencias, como consecuencia de los acusados aumentos de la variación de existencias observados en los primeros meses de 2010.

Por otro lado, la tasa de crecimiento interanual de los préstamos a los hogares fue moderadamente positiva en mayo (del 2,6%), prácticamente sin variaciones con respecto al mes precedente. La evolución de los préstamos concedidos al citado sector continúa reflejando, fundamentalmente, la de los préstamos para adquisición de vivienda. Tras haber aumentado de manera constante en el segundo semestre de 2009, los flujos de esta modalidad de préstamo se han estabilizado en los seis últimos meses. En cambio, el crédito al consumo continuó registrando una leve contracción (en términos tanto de flujos mensuales como de la tasa de crecimiento interanual) en mayo.

En general, los datos más recientes confirman que en 2009 se produjo un punto de inflexión en los préstamos otorgados a los hogares en términos reales, prácticamente coincidente con el registrado por el PIB real, y similar al observado con frecuencia en ciclos anteriores. Al mismo tiempo, todavía no se dispone de evidencia concluyente de que se haya producido un punto de inflexión en los préstamos en términos reales a las sociedades no financieras, que tiende a presentar un desfase de casi un año, en promedio, con respecto al que se registra en el ciclo económico general.

Entre las demás contrapartidas de M3, la tasa de crecimiento interanual de los pasivos financieros a más largo plazo de las IFM (excluidos capital y reservas) cayó hasta situarse en el 3,7% en mayo. Este descenso reflejó una evolución similar de sus componentes, ya que tanto los depósitos a largo plazo como los valores distintos de acciones de entidades de crédito a largo plazo registraron salidas significativas en mayo. Es probable que diversos factores hayan determinado esta evolución, entre los que se incluye la disminución del diferencial entre los tipos de interés a los que se remuneran los depósitos a largo plazo y los de los depósitos a corto plazo y los depósitos de ahorro (M2-M1), que ha reducido el coste de oportunidad de mantener estos últimos. De igual modo, el aumento de las tensiones en los mercados financieros puede haber inducido a

algunos inversores aversos al riesgo a reducir sus tenencias de bonos a largo plazo emitidos por IFM residentes en algunos países afectados por la crisis de la deuda soberana. La tasa de crecimiento interanual del capital y las reservas se incrementó hasta situarse en el 7,8% en mayo, frente al 7,6% de abril.

Por último, en la posición acreedora neta frente al exterior del sector de las IFM se registraron entradas interanuales por importe de 68 mm de euros en mayo, frente a los 88 mm de euros de abril (véase gráfico 7). Esto se debe, principalmente, a efectos de base, ya que los flujos mensuales netos contabilizados en mayo fueron positivos (11 mm de euros). Los flujos interanuales positivos observados en los activos exteriores netos ocultan el hecho de que tanto los flujos interanuales de activos exteriores como los de pasivos exteriores continuaron siendo ligeramente negativos, y la reducción de los pasivos superó ligeramente la de los activos.

En resumen, el crecimiento de M3 y de los préstamos al sector privado permaneció en niveles reducidos en mayo. Esta evolución respalda la valoración de que el ritmo de expansión monetaria subyacente es moderado y de que, a medio plazo, las presiones inflacionistas derivadas de la evolución monetaria son contenidas. La acusada pendiente de la curva de rendimientos continúa frenando el crecimiento de M3 más allá de lo que indica el ritmo subyacente de expansión monetaria, pero este efecto está disminuyendo gradualmente.

2.2 EMISIONES DE VALORES

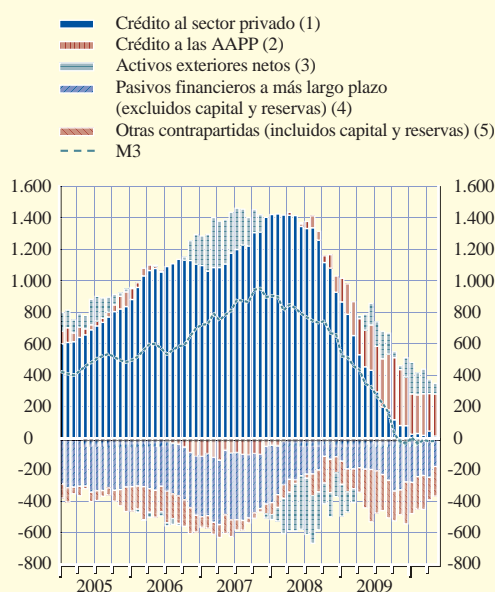
La tasa de crecimiento interanual de la emisión de valores distintos de acciones continuó moderándose, y en abril de 2010 descendió hasta situarse en el 5,7%. Los datos sobre la emisión por sectores ponen de manifiesto que esta moderación fue generalizada en los distintos sectores y plazos de vencimiento. Mientras, la tasa de crecimiento interanual de la emisión de acciones cotizadas permaneció prácticamente invariable.

VALORES DISTINTOS DE ACCIONES

La tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro continuó moderándose, y en abril de 2010 cayó hasta situarse en el 5,7%, desde el 6% registrado el mes anterior (véase cuadro 3). Siguiendo la tendencia a la baja que comenzó hace un año, la tasa de crecimiento interanual de la emisión de valores distintos de acciones a corto plazo descendió hasta el -8% en abril. Al mismo tiempo, la tasa de crecimiento interanual de la emisión de valores distintos de acciones a largo plazo se redujo, situándose en el 7,6%. No obstante, la disminución de la tasa de crecimiento semestral anualizada y desestacionalizada de la emisión de valores distintos de acciones, que

Gráfico 7 Contrapartidas de M3

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



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

Cuadro 3 Valores emitidos por residentes en la zona del euro

Sector emisor	Saldo vivo (mm de euros)	Tasas de crecimiento interanual ¹⁾					
		2009	2009	2009	2010	2010	2010
		II	III	IV	I	Marzo	Abril
Valores distintos de acciones:	15.696	11,8	11,4	10,1	7,0	6,0	5,7
IFM	5.495	5,8	4,0	2,9	1,6	1,4	1,3
Instituciones financieras no monetarias	3.254	30,9	26,8	21,0	10,1	7,2	6,2
Sociedades no financieras	867	10,5	14,1	16,5	14,8	16,1	15,7
Administraciones Públicas	6.080	12,2	13,5	12,7	10,0	8,7	8,6
<i>De las cuales:</i>							
Administración Central	5.686	12,4	13,7	12,9	9,9	8,6	8,5
Otras Administraciones Públicas	394	9,6	9,5	10,4	10,2	11,6	10,9
Acciones cotizadas:	4.428	1,9	2,7	2,8	2,9	2,8	2,7
IFM	513	8,7	9,3	8,8	8,2	7,4	7,0
Instituciones financieras no monetarias	344	3,1	3,9	2,7	5,4	5,4	5,3
Sociedades no financieras	3.571	0,8	1,6	1,9	1,9	1,8	1,7

Fuente: BCE.

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

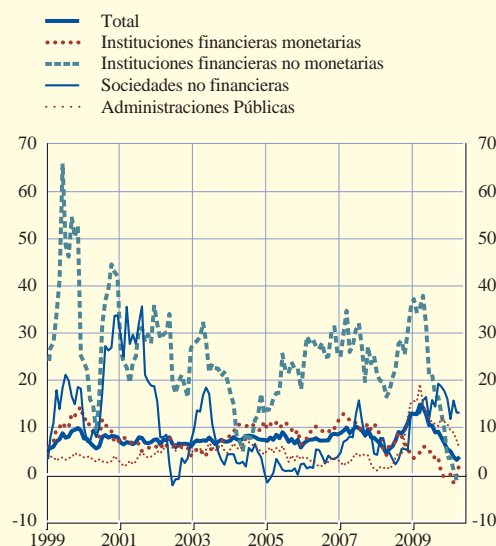
capta mejor las tendencias a corto plazo, se interrumpió en abril como consecuencia del crecimiento de la emisión por parte de las instituciones financieras monetarias (véase gráfico 8).

En los últimos meses, las actividades de refinanciación han seguido siendo intensas en el segmento de valores distintos de acciones a largo plazo, principalmente a tipo de interés fijo, en detrimento de la emisión de valores a corto plazo. En los meses más recientes, la emisión de valores distintos de acciones a largo plazo a tipo de interés fijo se ha estabilizado en una tasa por debajo del 11%. Al mismo tiempo, la tasa de crecimiento interanual de la emisión de valores a largo plazo a tipo de interés variable se redujo hasta situarse por debajo del 1%.

Desde la perspectiva de los sectores, la moderación observada en el ritmo de emisión de valores distintos de acciones en los últimos meses parece ser generalizada, excepto en el caso del sector empresas, en el que el crecimiento de la emisión ha estado fluctuando en torno a niveles elevados en términos históricos. Concretamente, la tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por las sociedades no financieras de la zona del euro se situó en el 15,7% en abril de 2010, desde el 16,1% del mes anterior. Los elevados volúmenes y el ritmo sostenido de emisión neta de valores distintos de acciones a largo plazo a tipo de interés fijo desde finales de 2008 sugiere que las empresas, especialmente las grandes empresas, han obtenido financiación en los mercados de capitales, beneficiándose de unas condiciones de mercado todavía favorables y posiblemente como reacción a las condiciones relativamente estrictas aplicadas a los préstamos bancarios.

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

(tasas de crecimiento semestrales anualizadas desestacionalizadas)



Fuente: BCE.

Pese a observarse algunas señales de moderación, la tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por las Administraciones Públicas se mantuvo elevada en abril de 2010, en el 8,6%. Esta evolución es acorde con la persistencia de unas necesidades de financiación considerables de los sectores públicos de la zona del euro, aunque se ha de destacar que en los últimos meses se ha producido una fuerte reducción de la emisión de valores distintos de acciones a corto plazo y que el crecimiento pasó a ser negativo en abril.

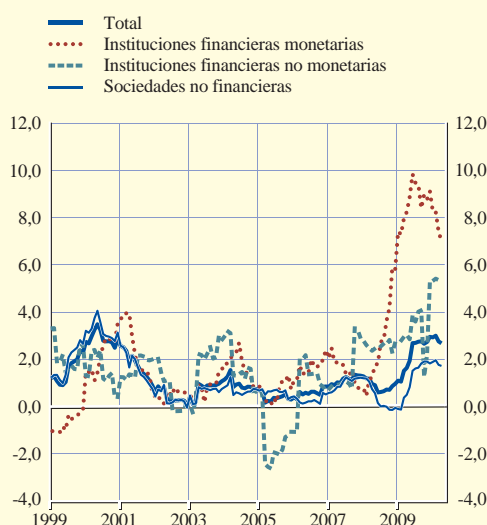
En cuanto al sector financiero, la tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por las IFM se mantuvo en un nivel reducido en abril, el 1,3%, frente al 1,4% del mes anterior. Esto se debió a la caída de la tasa de crecimiento interanual de la emisión de valores distintos de acciones a largo plazo aunque, desde una perspectiva más a largo plazo, la debilidad observada en la emisión fue atribuible, fundamentalmente, a la acusada disminución del volumen de emisión de valores distintos de acciones a corto plazo. La tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por las instituciones financieras no monetarias descendió hasta situarse en el 6,2% en abril de 2010, desde el 7,2% del mes anterior, como consecuencia de la desaceleración del crecimiento de la emisión de valores a largo plazo.

ACCIONES COTIZADAS

La tasa de crecimiento interanual de las acciones cotizadas emitidas por residentes en la zona del euro permaneció prácticamente invariable, en el 2,7%, en abril de 2010 (véase gráfico 9). Aunque la tasa de crecimiento interanual de la emisión de acciones cotizadas por las IFM se moderó ligeramente con respecto al mes precedente, se mantuvo elevada, en el 7%, en abril de 2010. Esto refleja los esfuerzos de las entidades de crédito por captar capital para consolidar sus balances. Mientras, la tasa de crecimiento interanual de la emisión de acciones cotizadas por las sociedades no financieras apenas experimentó variaciones, y fue del 1,7% en abril, pese al aumento del coste de la financiación mediante acciones, que registró un máximo histórico.

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

(tasas de crecimiento interanual)



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

2.3 TIPOS DE INTERÉS DEL MERCADO MONETARIO

Los tipos de interés del mercado monetario aumentaron en todos los plazos de vencimiento en junio y principios de julio de 2010, principalmente como consecuencia de las tensiones relacionadas con la persistente preocupación de los participantes en los mercados financieros acerca de los riesgos soberanos en algunos países de la zona del euro. Para suavizar el efecto sobre la liquidez de la operación de financiación a plazo más largo a un año con vencimiento el 1 de julio (en la que se adjudicaron 442 mm de euros), ese día, el BCE llevó a cabo una operación de ajuste a seis días adicional (en la que se adjudicaron 111,3 mm de euros), que siguió a la operación de financiación a plazo más largo a tres meses adjudicada el 30 de junio (con un volumen de adjudicación de 131,9 mm de euros). Al mismo tiempo, el programa de adquisiciones de bonos garantizados que comenzó el 6 de julio de 2009 finalizó el 30 de junio.

En junio y principios de julio de 2010, los tipos de interés del mercado monetario sin garantías aumentaron en todos los plazos de vencimiento. El 7 de julio, los tipos EURIBOR a un mes, a tres meses, a seis meses y a doce meses se situaban en el 0,523%, el 0,802%, el 1,065% y el 1,334%, respectivamente, esto es, aproximadamente 9, 9, 7 y 7 puntos básicos por encima de los niveles observados el 9 de junio. En general, el diferencial entre el EURIBOR a doce meses y a un mes, un indicador de la pendiente de la curva de rendimientos del mercado monetario, se redujo 2 puntos básicos en ese período, y el 7 de julio se situaba en torno a 81 puntos básicos (véase gráfico 10).

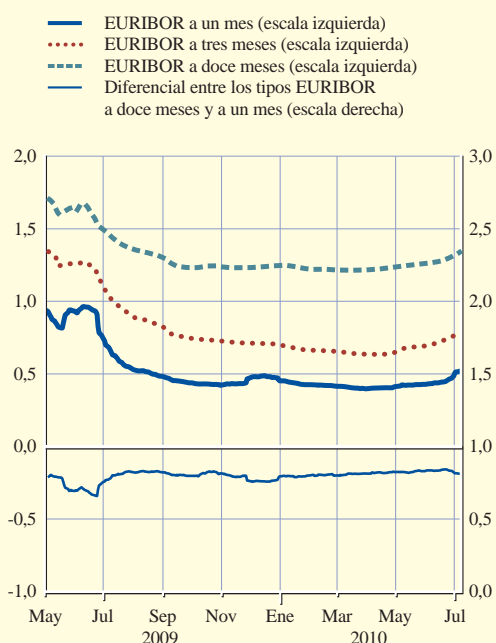
Entre el 9 de junio y el 7 de julio, los tipos de interés del mercado monetario obtenidos del índice de los *swaps* del EONIA a tres meses aumentaron más que los tipos sin garantías correspondientes. El tipo *swap* del EONIA a tres meses se situó en el 0,55% el 7 de julio, unos 15 puntos básicos por encima del nivel del 9 de junio. En consecuencia, el diferencial entre este tipo de interés del mercado monetario y el EURIBOR sin garantías correspondiente descendió hasta situarse en 25 puntos básicos el 7 de julio, 6 puntos básicos por debajo del vigente el 9 de junio (manteniéndose relativamente elevado en comparación con el nivel registrado antes del comienzo de las turbulencias en los mercados financieros en agosto de 2007).

El 7 de julio, los tipos de interés implícitos en los precios de los futuros del EURIBOR a tres meses con vencimiento en septiembre y diciembre de 2010 y marzo y junio de 2011 se situaron en el 0,98%, el 1,11%, el 1,17% y el 1,25%, respectivamente, lo que representa un aumento de unos 15, 22, 23 y 23 puntos básicos, respectivamente, en comparación con los niveles observados el 9 de junio.

El EONIA permaneció estable, en líneas generales, en junio, y se mantuvo en niveles aproximadamente 7-12 puntos básicos por encima del tipo de interés de la facilidad de depósito, el 0,25% (véase gráfico 11),

Gráfico 10 Tipos de interés del mercado monetario

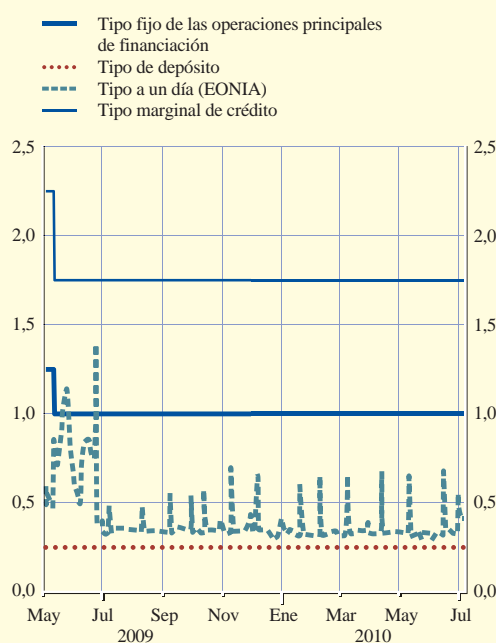
(en porcentaje; diferencial en puntos porcentuales; datos diarios)



Fuentes: BCE y Reuters.

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

(en porcentaje; datos diarios)



Fuentes: BCE y Reuters.

con la excepción del 15 de junio, último día del quinto período de mantenimiento de 2010, fecha en que el EONIA se incrementó hasta el 0,665%, como consecuencia de una operación de absorción de liquidez que realizó el Eurosistema en la que se aplicó un procedimiento de subasta a tipo de interés variable. En la operación se absorbieron 363,5 mm de euros, con un tipo máximo del 0,85%, un tipo marginal del 0,8% y un tipo medio ponderado del 0,77%. El 1 de julio venció la primera operación de financiación a plazo más largo (OFPML) a un año, lo que provocó una disminución del exceso de liquidez. En consecuencia, el EONIA se situó en el 0,542% y el 0,48% el 30 de junio y el 1 de julio, respectivamente. Posteriormente, el EONIA permaneció en una banda entre el 0,41% y el 0,44%, y el 7 de julio se situó en el 0,414%.

En las operaciones principales de financiación realizadas los días 8, 15, 22 y 29 de junio y 6 de julio, el BCE adjudicó 122 mm de euros, 126,7 mm de euros, 151,5 mm de euros, 162,9 mm de euros y 229,1 mm de euros, respectivamente. En cuanto a las operaciones a más largo plazo, el BCE adjudicó dos OFPML en junio aplicando un procedimiento de subasta a tipo de interés fijo con adjudicación plena en ambas operaciones: una operación a un mes el 15 de junio (en la que se adjudicaron 31,6 mm de euros) y una operación a tres meses el 30 de junio (en la que se adjudicaron 131,9 mm de euros). El elevado importe adjudicado en esta última operación reflejó el hecho de que la fecha de liquidación coincidió con la fecha de vencimiento de la operación a un año (en la que se adjudicaron 442 mm de euros). Con el fin de seguir suavizando el efecto sobre la liquidez causado por la primera OFPML a un año con vencimiento el 1 de julio de 2010, ese día, el BCE llevó a cabo una operación de ajuste a seis días adicional con un tipo de interés fijo del 1%, adjudicación plena y vencimiento el 7 de julio (coincidiendo con la fecha de liquidación de la siguiente operación principal de financiación) en la que se adjudicaron 111,2 mm de euros. Además, el BCE realizó cinco operaciones de absorción de liquidez a una semana aplicando procedimientos de subasta a tipo de interés variable con un tipo máximo de puja del 1% los días 8, 15, 22 y 29 de junio y 6 de julio. En la última operación, el BCE absorbió 59 mm de euros, que corresponde al importe de las adquisiciones realizadas en el marco del Programa para los Mercados de Valores, teniendo en cuenta las operaciones realizadas el 2 de julio de 2010 o con anterioridad a esa fecha.

En consonancia con la disminución del superávit de liquidez que se produjo en el mercado monetario de la zona del euro tras el vencimiento de la primera OFPML a un año, el recurso medio diario a la facilidad de depósito se redujo hasta situarse en 244 mm de euros en el período comprendido entre el 16 de junio y el 7 de julio, por debajo de los 288,8 mm de euros registrados en el período de mantenimiento anterior, que finalizó el 15 de junio.

El programa de adquisición de bonos garantizados que se inició el 6 de julio de 2009 finalizó el 30 de junio. En el marco del programa, el Eurosistema adquirió bonos por importe nominal de 60 mm de euros en los mercados primarios y secundarios.

2.4 MERCADOS DE RENTA FIJA

A lo largo del mes de junio y a primeros de julio, los cambios recurrentes en la tolerancia al riesgo de los inversores siguieron determinando la evolución de los mercados internacionales de renta fija. El 7 de julio, el rendimiento de la deuda pública a largo plazo con calificación crediticia AAA de la zona del euro se situó en torno a sus niveles de principios de junio, mientras que los diferenciales de rendimiento de la deuda soberana de algunos países de la zona del euro volvieron a ampliarse. En Estados Unidos, el rendimiento de los bonos a largo plazo disminuyó en el período considerado. Las tasas de inflación implícitas a largo plazo de la zona del euro descendieron en junio.

Entre los primeros días de junio y el 7 de julio, el rendimiento de la deuda pública a diez años con calificación crediticia AAA de la zona del euro se mantuvo generalmente estable en torno al 2,9%, mientras que el rendimiento de los bonos estadounidenses a largo plazo volvió a disminuir, en 30 puntos básicos, hasta el 3% (véase gráfico 12). En consecuencia, el diferencial de tipos de interés nominales a diez años entre la deuda pública de Estados Unidos y la de la zona del euro se estrechó, hasta situarse en 10 puntos básicos.

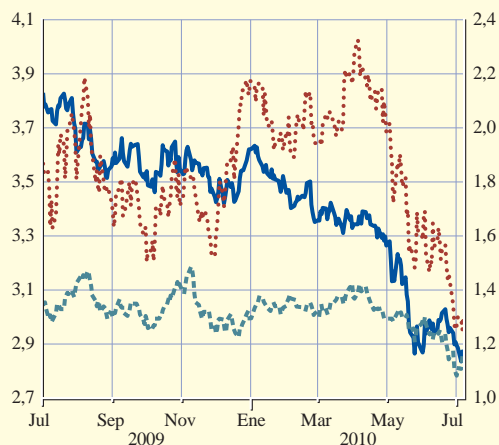
En junio y a principios de julio, los mercados internacionales de renta fija siguieron reflejando los cambios recurrentes en la tolerancia al riesgo de los inversores. Durante este período, los desplazamientos de carteras hacia la mayor seguridad de la deuda pública provocaron cierta volatilidad, de corta duración, del rendimiento de la deuda pública a largo plazo a ambos lados del Atlántico. Sin embargo, en conjunto, la incertidumbre de los participantes en el mercado respecto a la evolución a corto plazo del rendimiento de la deuda pública a largo plazo, medida por la volatilidad implícita de los mercados de renta fija, se ha reducido ligeramente desde comienzos de junio.

El rendimiento de los bonos estadounidenses a diez años disminuyó en el período analizado, como resultado de la aversión al riesgo de los inversores. Aunque la preocupación de los inversores respecto al riesgo de crédito soberano de algunos países de la zona del euro pareció reducirse ligeramente en el mes de junio, surgieron temores en los mercados acerca de la fortaleza y sostenibilidad de la recuperación económica mundial. En este contexto, la publicación, durante el período examinado, de datos macroeconómicos contradictorios relativos a Estados Unidos y a otras grandes economías —especialmente, en el caso de Estados Unidos, la información respecto a la renovada debilidad del mercado de la vivienda, la revisión a la baja del crecimiento en el primer trimestre de 2010 y la merma de la confianza de los con-

Gráfico 12 Rendimiento de la deuda pública a largo plazo

(en porcentaje; datos diarios)

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

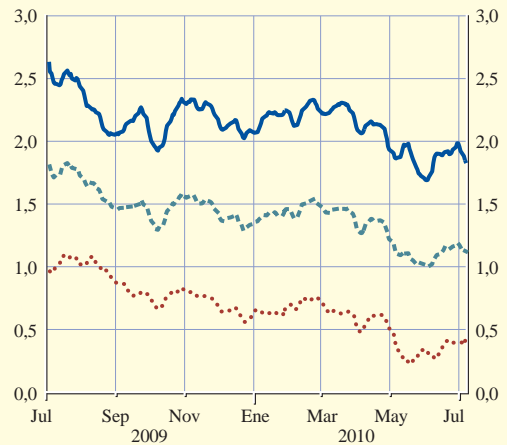


Fuentes: Bloomberg y Reuters.
Nota: El rendimiento de la deuda pública a largo plazo se refiere a los bonos a diez años o con vencimiento más próximo a este plazo.

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

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

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



Fuentes: Reuters y cálculos del BCE.

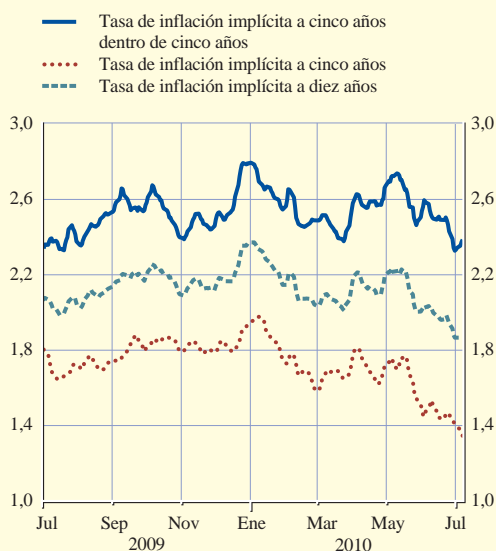
sumidores— originó variaciones en el clima de los mercados, dando lugar a cierta volatilidad del rendimiento de los bonos estadounidenses a largo plazo. Al descenso del rendimiento de estos bonos puede haber contribuido también el hecho de que la Reserva Federal reiterara el 24 de junio que los tipos de interés oficiales se mantendrían en niveles reducidos durante un largo período de tiempo.

Las noticias relativas a las perspectivas para los países de la zona del euro con situaciones presupuestarias problemáticas siguieron afectando fuertemente a los mercados de deuda soberana de la zona del euro. Aunque la preocupación respecto al riesgo de crédito soberano pareció disminuir ligeramente tras el anuncio, a principios de mayo, de la creación del Mecanismo Europeo de Estabilización Financiera y del Programa del BCE para los Mercados de Valores (para más detalles, véase el recuadro 3 del Boletín Mensual de junio de 2010), los temores de los inversores no se disiparon. Pese a cierta reversión de los cuantiosos desplazamientos de carteras hacia la mayor seguridad de la deuda soberana de elevada calidad de la zona del euro observada en mayo, los diferenciales de rendimiento de la deuda soberana a diez años de algunos países de la zona del euro (frente a Alemania) volvieron a ampliarse a partir de mediados de junio, mientras que las tensiones registradas en los mercados presentaron una evolución y un grado de intensificación muy diferentes en los distintos países afectados.

El rendimiento de los bonos a cinco y diez años indicados con la inflación de la zona del euro se elevó en casi 20 puntos básicos, hasta situarse en el 0,5% y el 1,1%, respectivamente, el 7 de julio (véase gráfico 13). Los tipos de interés reales *forward* implícitos a largo plazo aumentaron también, en torno a

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

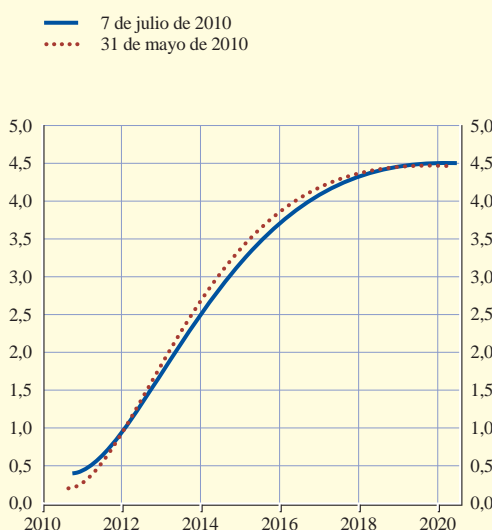
(en porcentaje; medias móviles de cinco días de datos diarios; datos desestacionalizados)



Fuentes: Reuters y cálculos del BCE.

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

(en porcentaje; datos diarios)



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

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

20 puntos básicos. Al mismo tiempo, los indicadores financieros de expectativas de inflación a medio y largo plazo han descendido a partir de principios de junio (véase gráfico 14). Las tasas de inflación implícitas *forward* a cinco años dentro de cinco años de la zona del euro disminuyeron alrededor de 20 puntos básicos, situándose en el 2,4% el 7 de julio. Aunque los efectos de los desplazamientos de carteras hacia la mayor seguridad de la deuda pública seguirán afectando, probablemente, al cálculo de estas tasas, el descenso de los tipos *swap* a largo plazo indicados con la inflación, hasta cerca del 2,2%, indicó también que las expectativas de inflación de la zona del euro permanecen firmemente ancladas.

Las expectativas de los inversores respecto a la trayectoria futura de los tipos de interés a corto plazo de la zona del euro han variado poco desde finales de mayo. La curva de tipos *forward* implícitos a un día de la deuda pública de la zona del euro se mantuvo prácticamente estable entre los primeros días de junio y el 7 de julio (véase gráfico 15).

2.5 TIPOS DE INTERÉS DE LOS PRÉSTAMOS Y DE LOS DEPÓSITOS

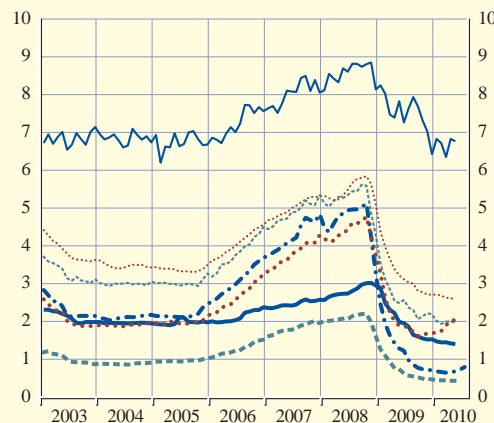
La mayor parte de los tipos de interés de los préstamos otorgados por las IFM experimentó un ligero descenso en mayo de 2010, registrando nuevos mínimos históricos o situándose próximos a dichos mínimos, tanto en el caso de los hogares como en el de las sociedades no financieras, en la mayoría de los plazos de vencimiento. En líneas generales, la transmisión de las anteriores modificaciones de los tipos de interés oficiales del BCE a los clientes bancarios prácticamente ha concluido.

En mayo de 2010, los tipos de interés a corto plazo aplicados por las IFM a los depósitos se mantuvieron estables, en términos generales. La evolución de los tipos de interés de los préstamos fue desigual, si bien solo se registraron leves variaciones con respecto al mes anterior: la mayor parte de los tipos de interés a corto plazo de los préstamos concedidos a los hogares disminuyó, mientras que la mayor parte de los aplicados a los préstamos otorgados a las sociedades no financieras aumentó ligeramente o se mantuvo inalterada (véase gráfico 16). Más concretamente, los tipos de interés medios aplicados a los descubiertos de los hogares se mantuvieron en el 8,8%, mientras que los tipos de interés a corto plazo de los préstamos a hogares para adquisición de vivienda continuaron su tendencia a la baja (con una caída de 4 puntos básicos, hasta el 2,6%), registrando un mínimo histórico. Los tipos de interés a corto plazo aplicados al crédito al consumo, que son más volátiles, permanecieron prácticamente invariables, en el 6,8%. Con respecto a las sociedades no financieras, los tipos de interés aplicados por las entidades de crédito a los descubiertos se mantuvieron en el 4%, mientras que los tipos a corto plazo aplica-

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

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

- Depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses de los hogares
- Depósitos a plazo hasta un año de los hogares
- - - Depósitos a la vista de las sociedades no financieras
- Préstamos a hogares para consumo sin fijación del tipo y un período inicial de fijación inferior o igual a un año
- Préstamos a hogares para adquisición de vivienda sin fijación del tipo y un período inicial de fijación inferior o igual a un año
- - - Préstamos a las sociedades no financieras por importe superior a un millón de euros sin fijación del tipo y un período inicial de fijación inferior o igual a un año
- Tipo a tres meses del mercado monetario



Fuente: BCE.

dos a los préstamos por importe reducido (es decir, inferior a un millón de euros) se incrementaron 6 puntos básicos, aumentando desde el mínimo histórico observado hasta situarse en el 3,3%. Los tipos de interés aplicados a los préstamos por importe elevado (es decir, superior a un millón de euros) se mantuvieron en el 2%. Desde la subida de 4 puntos básicos del EURIBOR en mayo de 2010, los diferenciales entre los tipos de interés de los préstamos a corto plazo concedidos por las IFM a los hogares y los de los préstamos por importe elevado concedidos a las sociedades no financieras con respecto al tipo de interés a tres meses del mercado monetario se redujeron ligeramente (véase gráfico 17).

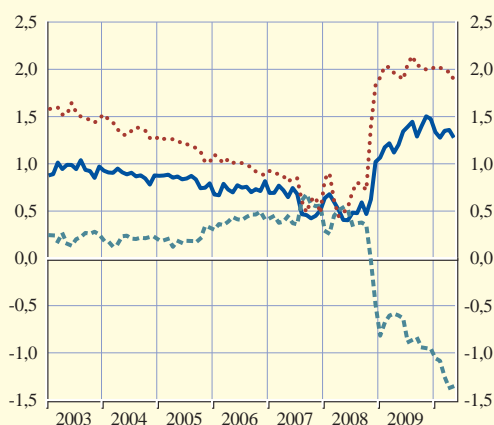
Si se adopta una perspectiva de más largo plazo, desde del inicio del ciclo en el que la orientación de la política monetaria pasó a ser menos restrictiva, entre septiembre de 2008 y mayo de 2009, los tipos de interés a corto plazo aplicados tanto a los préstamos a hogares para adquisición de vivienda como aquellos concedidos a las sociedades no financieras disminuyeron 322 y 350 puntos básicos, respectivamente, en comparación con el descenso de 433 puntos básicos del EURIBOR a tres meses, e indica que la transmisión de las variaciones de los tipos de mercado a los tipos de interés aplicados a los préstamos por las entidades de crédito ha sido significativa.

En cuanto a los vencimientos a más largo plazo, los tipos de interés aplicados por las IFM a los depósitos a largo plazo de los hogares aumentaron, mientras que la mayor parte de los aplicados a los préstamos a largo plazo concedidos a los hogares y a las sociedades no financieras cayó en mayo de 2010

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

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

- Préstamos a las sociedades no financieras por importe superior a un millón de euros sin fijación del tipo y un período inicial de fijación inferior o igual a un año
- Préstamos a hogares para adquisición de vivienda sin fijación del tipo y un período inicial de fijación inferior o igual a un año
- - - - Depósitos hasta un año de los hogares



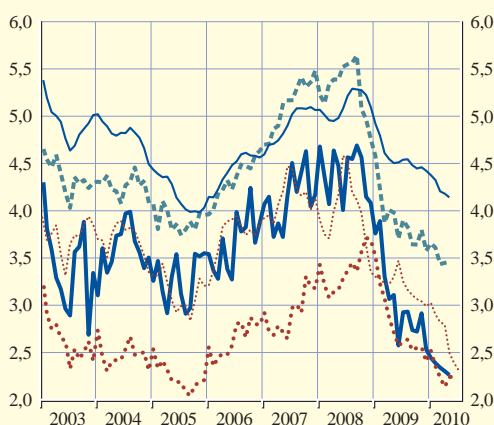
Fuente: BCE.

Nota: Los diferenciales de los préstamos se calculan como el tipo de interés de los préstamos y créditos menos el tipo a tres meses del mercado monetario, y los de los depósitos se calculan como el tipo a tres meses del mercado monetario menos el tipo de interés de los depósitos.

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

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

- Depósitos a plazo a más de dos años de las sociedades no financieras
- Depósitos a plazo a más de dos años de los hogares
- - - - Préstamos a las sociedades no financieras por importe superior a un millón de euros con período inicial de fijación del tipo de más de cinco años
- Préstamos a hogares para adquisición de vivienda con período inicial de fijación del tipo de más de cinco años y hasta diez años
- Rendimiento de la deuda pública a siete años



Fuente: BCE.

(véase gráfico 18). Más concretamente, los tipos de interés aplicados a los préstamos a hogares para adquisición de vivienda con período inicial de fijación del tipo de más de cinco años y hasta diez años disminuyeron 4 puntos básicos, hasta el 4,1%, mientras que los tipos correspondientes a los préstamos para adquisición de vivienda con período inicial de fijación del tipo de más de diez años se redujeron 11 puntos básicos, hasta el 4%. Los tipos de interés medios aplicados a los préstamos por importe reducido concedidos a las sociedades no financieras con período inicial de fijación de más de un año y hasta cinco años, y aquellos con período inicial de fijación de más de cinco años disminuyeron levemente y se situaron en el 4,1% y el 3,9%, respectivamente. Los tipos medios aplicados a los préstamos por importe elevado experimentaron una subida de 9 puntos básicos, hasta el 2,8%, para los préstamos con período inicial de fijación de más de un año y hasta cinco años, pero cayeron 3 puntos básicos, hasta el 3,4%, en el caso de préstamos con un período inicial de fijación de más de cinco años.

Desde una perspectiva de más largo plazo, a partir de septiembre de 2008, las entidades de crédito de la zona del euro han ajustado los tipos de interés aplicados a los préstamos a las sociedades no financieras de manera más o menos acorde con el descenso registrado en los rendimientos de la deuda pública a largo plazo. Por el contrario, los tipos de interés a largo plazo aplicados a los préstamos a los hogares no han disminuido en la misma medida en ese mismo período, como consecuencia de una transmisión menos completa y más lenta en el caso de los hogares, pero también de una mayor preocupación acerca del riesgo de crédito en algunas partes de la zona del euro.

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

2.6 MERCADOS DE RENTA VARIABLE

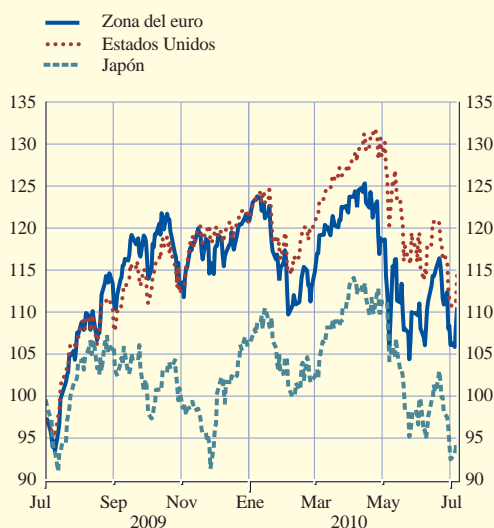
En junio y a principios de julio, los mercados internacionales de valores siguieron mostrando una elevada volatilidad y acusando los efectos de la preocupación de los inversores acerca de la deuda soberana de los países de la zona del euro y a la fortaleza real de la recuperación económica mundial. En consecuencia, tras registrar marcadas fluctuaciones durante el período considerado, los principales índices bursátiles se situaron, al final del período, en niveles iguales o inferiores a los de finales de mayo. La incertidumbre de los inversores respecto a la evolución de los mercados de renta variable, medida por la volatilidad implícita, disminuyó ligeramente durante el período analizado.

Desde finales de mayo, el clima de los mercados ha seguido dando muestras de volatilidad, provocando pronunciadas variaciones diarias en los mercados internacionales de valores en el período examinado. El 7 de julio, el índice Dow Jones EURO STOXX apenas había experimentado cambios en relación con su nivel de finales de mayo, mientras que el índice Standard & Poors 500 había bajado en torno a un 3% (véase gráfico 19). Durante el mismo período, en Japón las cotizaciones bursátiles, medidas por el índice Nikkei 225, retrocedieron alrededor de un 4%, como resultado de algunos datos económicos poco favorables publicados en junio.

La inquietud suscitada por la deuda soberana y el sector financiero de la zona del euro y la preocupación en torno a la fortaleza de la recuperación económica siguieron pesando en los mercados de valo-

Gráfico 19 Índices bursátiles

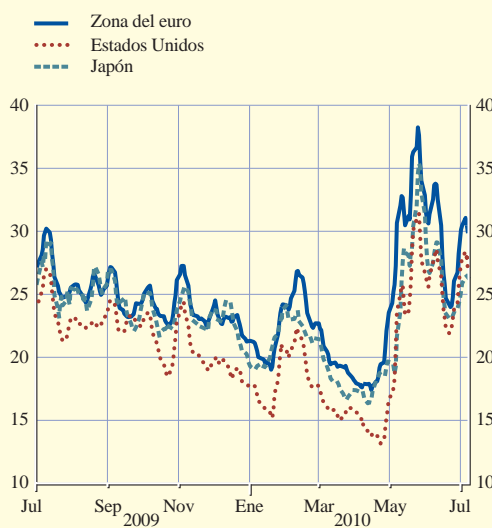
(índice: 1 de julio de 2009 = 100; datos diarios)



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

Gráfico 20 Volatilidad implícita de los mercados de renta variable

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



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

res. La incertidumbre de los inversores acerca de la evolución de los mercados de renta variable, medida por la volatilidad implícita, siguió siendo elevada, aunque disminuyó ligeramente en el período analizado (véase gráfico 20).

El inicio del período considerado se caracterizó por una tímida recuperación de los mercados internacionales de valores, tras la presión vendedora observada en mayo. Esta recuperación se registró, principalmente, en el sector financiero, especialmente en el sector bancario, que fueron los que más habían sufrido en mayo. Sin embargo, se trató de una recuperación de corta duración, al volver a surgir los temores de los mercados en torno a la situación presupuestaria de algunos países de la zona del euro y a la sostenibilidad de la recuperación económica mundial. En este contexto, la publicación en junio de datos macroeconómicos contradictorios sobre la economía estadounidense —en particular, la información respecto a la renovada debilidad del mercado de la vivienda, la revisión a la baja del crecimiento en el primer trimestre de 2010 y la merma de la confianza de los consumidores— originó algunas importantes correcciones en los mercados de valores de Estados Unidos y de otras grandes economías.

El repunte de los principales índices bursátiles de la zona del euro observado al principio del período examinado fue también resultado de la recuperación de los valores financieros. Sin embargo, creció la inquietud respecto a que las entidades de crédito de algunos países de la zona del euro dependiesen cada vez más de la financiación proporcionada por el BCE, antes de la operación de financiación a doce meses del Eurosistema con vencimiento el 1 de julio, lo que influyó en los valores financieros. Además, la mayor incertidumbre en torno al crecimiento futuro ante los planes de austeridad fiscal

anunciados recientemente en casi todos los países de la zona del euro parece haber tenido también una incidencia negativa sobre los mercados bursátiles de la zona del euro. A este respecto, los datos poco alentadores de algunos indicadores de confianza publicados en junio contribuyeron a incrementar la volatilidad.

Pese a cierta volatilidad del clima de los mercados, el ajuste gradual al alza de los beneficios efectivos siguió sosteniendo los precios de las acciones. Para las empresas incluidas en el índice Dow Jones EURO STOXX, la tasa de variación interanual de los beneficios efectivos siguió siendo negativa en junio, situándose en el -4%, aunque ello supuso una mejora en relación con el -10% de mayo. Por otro lado, el crecimiento de los beneficios esperados por acción en los próximos doce meses y a más largo plazo se mantuvo prácticamente sin cambios en torno al 25% y al 13%, respectivamente.

3 PRECIOS Y COSTES

Según el avance de Eurostat, la inflación interanual medida por el IAPC se situó en el 1,4% en junio de 2010, frente al 1,6% registrado en mayo. Se espera que las tasas de inflación interanual medidas por el IAPC sigan mostrando cierta volatilidad en los próximos meses y que tiendan a elevarse ligeramente más adelante en el año. De cara al futuro, en 2011 las tasas de inflación deberían mantenerse en una senda moderada, ante las reducidas presiones sobre los precios internos. Los riesgos para las perspectivas de evolución de los precios están, en general, equilibrados.

3.1 PRECIOS DE CONSUMO

Según el avance de Eurostat, la tasa de inflación interanual medida por el IAPC de la zona del euro se situó en el 1,4% en junio de 2010, frente al 1,6% de mayo (véase cuadro 4). Aunque no se han publicado todavía las estimaciones oficiales del detalle del IAPC de junio, parte de este descenso se debió a un pequeño efecto de base.

En mayo, la tasa de variación interanual de la inflación medida por el IAPC general aumentó ligeramente, en 0,1 puntos porcentuales, en comparación con el mes de abril, observándose incrementos generalizados de las tasas de variación interanual de los principales componentes, a excepción de los alimentos no elaborados (véase cuadro 4). La tasa de variación interanual del componente energético se situó en el 9,2% en mayo, ligeramente por encima del nivel registrado el mes anterior, como resultado, principalmente, de un nuevo aumento intermensual de los precios de los productos energéticos derivados del petróleo (combustibles líquidos para calefacción doméstica y vehículos privados), reflejo de los efectos retardados de las subidas de los precios del petróleo observadas hasta principios de mayo.

La tasa de variación interanual de los precios de todos los alimentos (incluidos el alcohol y el tabaco) se mantuvo en mayo en un valor positivo, el 0,7%, por tercer mes consecutivo. Los alimentos no elaborados registraron en mayo una tasa de variación interanual (0,4%) inferior, aunque todavía positiva, a la del mes anterior, situándose 0,3 puntos porcentuales por debajo del dato de abril, como consecuencia, fundamentalmente, del descenso de los precios de las legumbres y hortalizas. La tasa de variación interanual de los precios de los alimentos elaborados se elevó al 0,9% en mayo, desde el 0,6% del mes anterior, como reflejo, principalmente, de un efecto de base al alza y de las recientes subidas de los precios del tabaco.

Cuadro 4 Evolución de los precios

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

	2008	2009	2010 Ene	2010 Feb	2010 Mar	2010 Abr	2010 May	2010 Jun
IAPC y sus componentes								
Índice general ¹⁾	3,3	0,3	1,0	0,9	1,4	1,5	1,6	1,4
Energía	10,3	-8,1	4,0	3,3	7,2	9,1	9,2	.
Alimentos no elaborados	3,5	0,2	-1,3	-1,2	-0,1	0,7	0,4	.
Alimentos elaborados	6,1	1,1	0,6	0,6	0,5	0,6	0,9	.
Bienes industriales no energéticos	0,8	0,6	0,1	0,1	0,1	0,2	0,3	.
Servicios	2,6	2,0	1,4	1,3	1,6	1,2	1,3	.
Otros indicadores de precios								
Precios industriales	6,1	-5,1	-1,0	-0,4	0,9	2,8	3,1	.
Precios del petróleo (euro/barril)	65,9	44,6	54,0	54,5	59,1	64,0	61,6	62,2
Precios de las materias primas no energéticas	2,0	-18,5	27,3	25,4	34,5	51,9	52,1	50,5

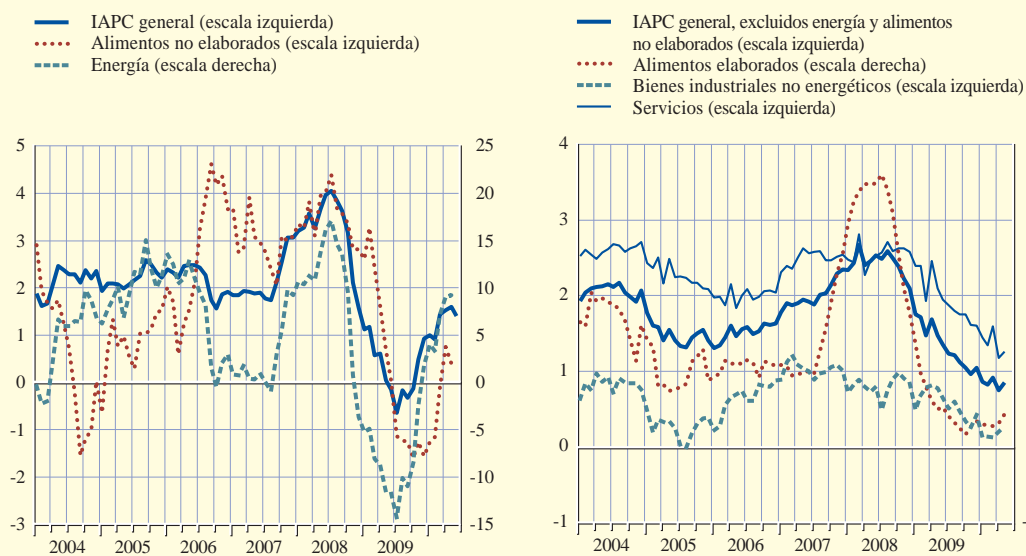
Fuentes: Eurostat, BCE y cálculos del BCE basados en datos de Thomson Financial Datastream.

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 junio de 2010 corresponde a una estimación preliminar de Eurostat.

Gráfico 21 Desagregación del IAPC por principales componentes

(tasas de variación interanual; datos mensuales)



Fuente: Eurostat.

Si se excluyen los alimentos y la energía, que representan cerca del 30% de la cesta del IAPC, la inflación interanual medida por el IAPC se mantuvo en el 0,8% en mayo, sin cambios con respecto al mes de abril, debido a la estabilidad general de la inflación en los precios de los bienes industriales no energéticos y de los servicios. La tasa de variación interanual de los precios de los bienes industriales no energéticos se elevó ligeramente en mayo, hasta el 0,3%, desde el 0,2% de abril, reflejo de pequeños aumentos en algunas partidas, como los productos farmacéuticos y la joyería. La tasa de variación interanual de los precios de los servicios aumentó ligeramente en mayo, situándose en el 1,3%, 0,1 puntos porcentuales por encima del mínimo histórico alcanzado en abril. Este incremento estuvo determinado, en buena parte, por las vacaciones organizadas y podría explicarse, en cierta medida, por efectos de calendario. La contribución positiva se compensó, en parte, con la evolución de los precios de otros servicios, especialmente los relacionados con las comunicaciones.

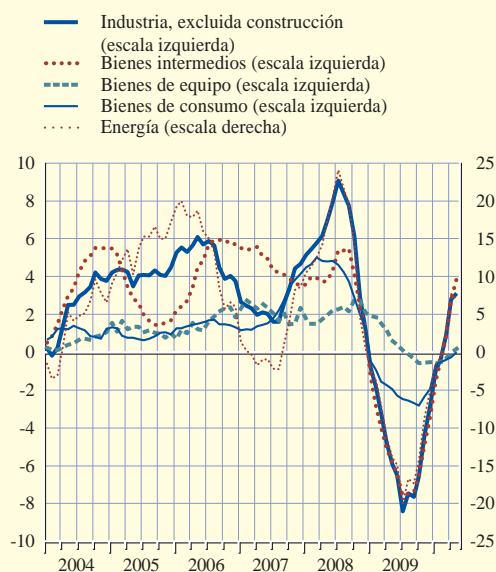
3.2 PRECIOS INDUSTRIALES

En los últimos meses, la tasa de variación interanual de los precios industriales se ha situado en valores positivos. En mayo, la tasa de variación interanual de los precios industriales, excluida la construcción, ascendió al 3,1%, desde el 2,8% de abril, reflejo de la elevación de las tasas de variación de todos los componentes, como consecuencia del aumento de los precios de las materias primas, salvo los de la energía, que se vieron afectados por un efecto de base a la baja (véase gráfico 22).

Algunos indicadores de las encuestas señalan también presiones al alza sobre los precios (véase gráfico 23). Por lo que se refiere al índice de directores de compras, el índice de precios de los bienes intermedios en el sector manufacturero descendió ligeramente en junio en comparación con mayo, aunque se mantiene muy por encima del umbral de 50 que indica un aumento de los precios. El índice de precios cobrados en el sector manufacturero se elevó ligeramente en junio. En el sector servicios, el índice de precios de los bienes intermedios y el de precios de venta apenas experimentaron cambios en junio. El índice de

Gráfico 22 Desagregación de los precios industriales

(tasas de variación interanual; datos mensuales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Gráfico 23 Encuestas sobre precios de los bienes intermedios y precios de producción

(índices de difusión; datos mensuales)



Fuente: Markit.

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

precios de venta se mantiene todavía por debajo de 50, señal de descenso de los precios en ese sector. En general, los indicadores de las encuestas parecen sugerir que las empresas están teniendo ciertas dificultades en trasladar el incremento de los precios de los bienes intermedios a los consumidores.

3.3 INDICADORES DE COSTES LABORALES

Los datos más recientes sugieren que las tasas de crecimiento interanual de los indicadores de costes laborales se han estabilizado, en general, en el primer trimestre de 2010 (véanse gráfico 24 y cuadro 5). Tal y como se señala en el recuadro 1, las discrepancias entre las tasas de crecimiento interanual de distintos indicadores de costes laborales se derivan, en parte, de la evolución de las horas trabajadas.

Cuadro 5 Indicadores de costes laborales

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

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

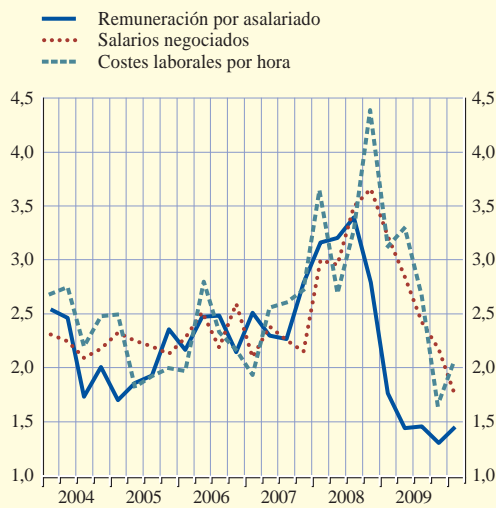
Fuentes: Eurostat, datos nacionales y cálculos del BCE.

La tasa de crecimiento interanual de los salarios negociados de la zona del euro disminuyó al 1,7% en el primer trimestre de 2010, desde el 2,2% del último trimestre de 2009. Este descenso se observó de forma generalizada en todos los países y confirma que el crecimiento de los salarios negociados de la zona del euro mantiene la trayectoria descendente que viene mostrando desde comienzos de 2009. La información disponible sugiere que el crecimiento relativamente moderado de los salarios negociados observado en el primer trimestre de 2010 se mantuvo en el segundo trimestre, en línea con la debilidad de los mercados de trabajo.

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

Gráfico 24 Indicadores de costes laborales

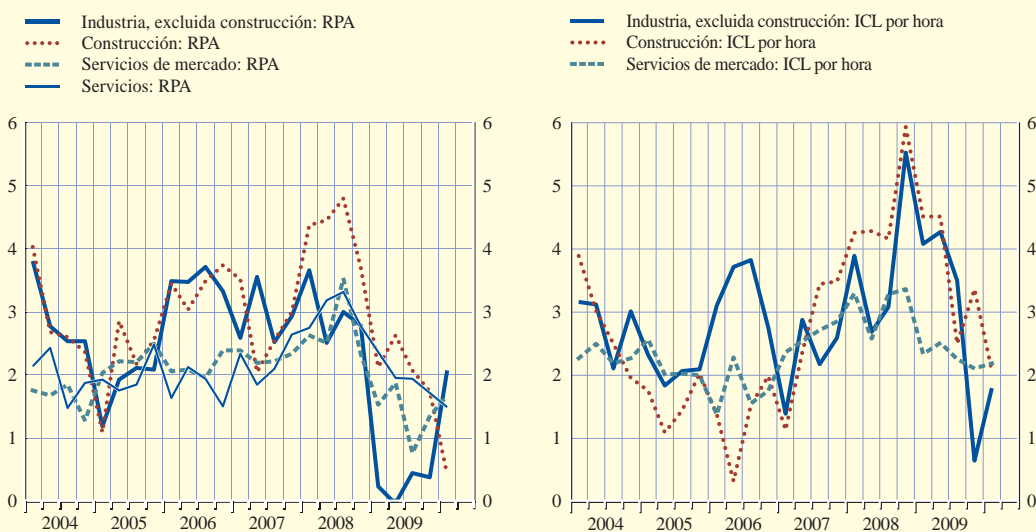
(tasas de variación interanual; datos trimestrales)



Fuentes: Eurostat, datos nacionales y cálculos del BCE.

Gráfico 25 Evolución de los costes laborales por sectores

(tasas de variación interanual; datos trimestrales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.
Nota: RPA = remuneración por asalariado; ICL = índice de costes laborales.

interanual aumentó al 1,8%, situándose 1,2 puntos porcentuales por encima del nivel registrado en el trimestre precedente (véase gráfico 25).

La tasa de crecimiento interanual de la remuneración por asalariado se elevó ligeramente, al 1,5%, en el primer trimestre de 2010, desde el 1,3% del trimestre anterior. El hecho de que la tasa de crecimiento interanual de los salarios negociados haya sido mayor que la de la remuneración por asalariado en el primer trimestre del año señala la existencia de una deriva salarial todavía negativa en la zona del euro.

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

Recuadro I

NUEVAS SERIES ESTADÍSTICAS DE HORAS TRABAJADAS, PRODUCTIVIDAD DEL TRABAJO Y COSTES LABORALES PARA LA ZONA DEL EURO

A partir de los datos de empleo de las cuentas nacionales publicados el 15 de marzo de 2010, Eurostat, en colaboración con los institutos nacionales de estadística de la UE, viene difundiendo series trimestrales de horas trabajadas en la zona del euro, lo que supone una mejora considerable, y largamente esperada, en términos de disponibilidad de datos. La sección de «Estadísticas de la zona del euro» del Boletín Mensual se ha revisado para incorporar las nuevas series¹.

Definición, cobertura, puntualidad y disponibilidad

Dentro del programa de transmisión de datos de las cuentas nacionales, las series de horas trabajadas han de remitirse con carácter obligatorio, y Eurostat las publica periódicamente, junto con los datos de empleo de las cuentas nacionales, 75 días después del trimestre de referencia². Estos datos se ajustan a las definiciones armonizadas de horas efectivas trabajadas del SEC 95. De conformidad con los estándares de la Organización Internacional del Trabajo, «horas efectivas» se refiere a las horas transcurridas en el trabajo, incluidas las horas extraordinarias y las horas inactivas de espera, como consecuencia de faltas temporales de trabajo o de averías de las maquinarias, y excluidas las horas pagadas y no trabajadas, como las correspondientes a vacaciones o a bajas por enfermedad.

Se dispone de datos trimestrales de horas trabajadas para el total de la economía desde el primer trimestre de 2000. Las series de la zona del euro tienen una cobertura nacional del 95%, salvo los datos de Grecia, Luxemburgo, Malta y, en parte, Bélgica (solo se dispone de datos de asalariados). Además, se dispone del detalle de estos datos por principales ramas de actividad³ y por situación profesional (asalariados o autónomos).

1 Véanse los cuadros 5.1.4, 5.3.2 y 5.3.3 de la sección de «Estadísticas de la zona del euro».

2 Reglamento (CE) n° 1392/2007 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 13 de noviembre de 2007.

3 El detalle de las actividades clasificadas según las secciones de la NACE Rev. 2 se publica con periodicidad anual.

Indicadores basados en las horas trabajadas

Las nuevas series permiten elaborar las estimaciones de remuneración por hora trabajada y de productividad del trabajo por hora trabajada. Los datos de remuneración por hora trabajada se suman a la información que proporciona el índice de costes laborales (ICL) publicado por Eurostat, que también incluye datos por hora trabajada. Respecto a las principales diferencias entre estas series, los datos de remuneración por hora trabajada abarcan el total de la economía, mientras que el ICL no incluye actualmente los datos de agricultura, Administración pública, educación, sanidad y otros servicios no clasificados en otra parte. En consecuencia, los dos indicadores pueden proporcionar resultados divergentes, si la evolución de estos sectores difiere de la del resto de la economía. Por ejemplo, la reducción de las horas trabajadas que se llevó a cabo durante la reciente recesión, principalmente en el sector industrial, ha tenido un mayor impacto al alza sobre el ICL que sobre la remuneración por hora trabajada para el total de la economía⁴. Sin embargo, mientras que la puntualidad del ICL es similar a la de los datos de horas trabajadas y de remuneración total, el ICL proporciona también información adelantada sobre la evolución por sectores (secciones de la NACE Rev. 2⁵) y por componentes (sueldos y salarios, cotizaciones sociales a cargo de la empresa). El detalle por ramas de actividad de los datos de remuneración de las cuentas nacionales y, por tanto, el correspondiente detalle de la remuneración por hora trabajada no están disponibles hasta, al menos, dos semanas más tarde.

Combinando la información sobre la remuneración por hora trabajada y la productividad del trabajo por hora trabajada se obtienen datos de costes laborales unitarios con un mayor grado de detalle que las estimaciones que pueden obtenerse hasta el momento a partir de los datos de productividad del trabajo y de remuneración por persona ocupada⁶. Estos datos son particularmente interesantes para analizar la presente coyuntura y para valorar la evolución de los mercados de trabajo durante la reciente recesión. El cuadro muestra la evolución reciente de la remuneración y de la productividad del trabajo, en ambos casos, tanto por persona ocupada como por hora trabajada, así como la evolución de las horas trabajadas por persona ocupada, en todos los casos para el total de la economía.

4 Véanse los cuadros 5.1.4 y 5.1.5 de la sección de «Estadísticas de la zona del euro».

5 Secciones de Industria (NACE Rev. 2, secciones B a E); Construcción (NACE Rev. 2, sección F); y Servicios (NACE Rev. 2, secciones G a N).

6 En principio, los dos métodos de cálculo del crecimiento interanual de los costes laborales unitarios, es decir, por persona ocupada y por hora trabajada, deberían proporcionar los mismos resultados, ya que reflejan la evolución del coste que supone producir una unidad de producto. Sin embargo, dado que se utilizan datos tanto de asalariados como de empleo total en ambos casos (como puede observarse en el cuadro), pueden aparecer pequeñas diferencias, que no son significativas al no superar los 0,1 puntos porcentuales. Por razones de continuidad, el BCE seguirá analizando la evolución de los costes laborales unitarios, por persona ocupada.

Indicadores de costes laborales: evolución por persona ocupada y por hora trabajada

(total de la economía; tasas de variación interanual)

	2008 I	2008 II	2008 III	2008 IV	2009 I	2009 II	2009 III	2009 IV	2010 I
Remuneración por persona ocupada (asalariados)	3,2	3,2	3,4	2,8	1,8	1,4	1,5	1,3	1,5
Productividad del trabajo por persona ocupada (empleo total)	0,7	0,2	-0,2	-1,8	-3,9	-3,1	-1,9	0,0	1,9
Remuneración por hora trabajada (asalariados)	3,0	2,8	3,3	3,2	3,7	3,5	3,1	2,1	0,7
Productividad del trabajo por hora trabajada (empleo total)	0,5	0,0	-0,1	-1,4	-2,1	-1,4	-0,6	0,5	1,3
Horas trabajadas por persona ocupada (asalariados)	0,2	0,4	0,1	-0,4	-1,9	-2,0	-1,6	-0,7	0,7
Costes laborales unitarios	2,5	3,0	3,6	4,7	5,9	4,7	3,5	1,3	-0,5

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Reflejando la fuerte caída de las horas trabajadas por persona ocupada, que comenzó en el cuarto trimestre de 2008, la productividad del trabajo disminuyó de forma más acusada medida por persona ocupada que por hora trabajada. Al mismo tiempo, se observó una desaceleración del crecimiento de la remuneración por persona ocupada como consecuencia de la reducción de las horas de trabajo, mientras que el crecimiento de la remuneración por hora trabajada tardó más en reaccionar ante la desaceleración económica⁷. Los datos más recientes sugieren que está iniciándose una inversión del proceso de reducción de las horas trabajadas por persona ocupada, propiciando un repunte de la productividad del trabajo por persona ocupada.

En general, las nuevas series permiten comprender mucho mejor la evolución de los mercados de trabajo, además de complementar los datos ofrecidos por los indicadores correspondientes. En el contexto de su análisis económico, el BCE realiza un seguimiento de todos los indicadores de los mercados laborales, con objeto de contrastar toda la información relevante disponible, teniendo cada uno de los indicadores sus propias ventajas, y con el fin de profundizar en los distintos aspectos de la evolución del empleo, de los salarios y de la productividad del trabajo.

⁷ Para más detalles sobre los ajustes de los mercados laborales de la zona del euro durante la reciente crisis, véase el artículo titulado «Ajustes de los mercados de trabajo a la recesión en la zona del euro», en el presente Boletín Mensual, y el recuadro 8 titulado «Evolución de los salarios en la zona del euro y Estados Unidos durante la reciente recesión económica: análisis comparativo», en el Boletín Mensual de mayo de 2010.

3.4 PERSPECTIVAS DE INFLACIÓN

Se espera que las tasas de inflación interanual medida por el IAPC sigan mostrando cierta volatilidad en los próximos meses y que tiendan a elevarse ligeramente más adelante en el año. De cara al futuro, en 2011 las tasas de inflación deberían mantenerse en una senda moderada, ante las reducidas presiones sobre los precios internos.

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

4 PRODUCTO, DEMANDA Y MERCADO DE TRABAJO

La actividad económica ha venido registrando una expansión desde mediados de 2009. De acuerdo con la segunda estimación de Eurostat, el PIB real de la zona del euro aumentó un 0,2% en el primer trimestre de 2010. Los últimos datos confirman las anteriores expectativas de un fortalecimiento de la actividad económica durante la primavera.

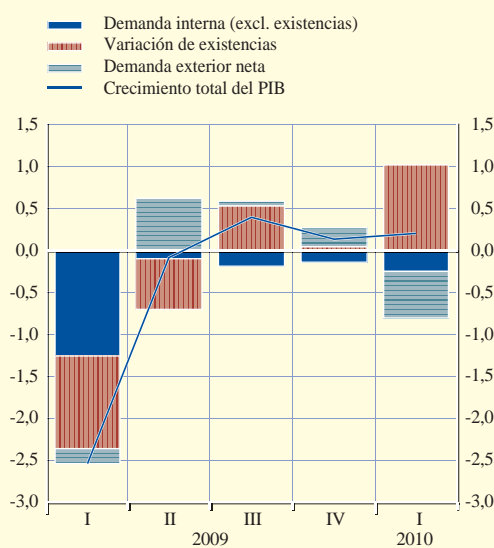
De cara al futuro, se espera que el PIB real de la zona del euro crezca a un ritmo moderado, y todavía desigual, en todos los países y sectores. La recuperación en curso a escala mundial, así como la orientación acomodaticia de la política monetaria y las medidas adoptadas para restablecer el funcionamiento del sistema financiero, deberían sostener la economía de la zona del euro. No obstante, se prevé que el proceso de ajuste de los balances y las perspectivas del mercado de trabajo frenen el ritmo de la recuperación. Los riesgos para las perspectivas económicas están prácticamente equilibrados, en un entorno marcado por una elevada incertidumbre.

4.1 PIB REAL Y COMPONENTES DE LA DEMANDA

La actividad económica de la zona del euro ha venido expandiéndose a un ritmo moderado desde mediados de 2009, tras cinco trimestres consecutivos de descenso del PIB. De acuerdo con la segunda estimación de Eurostat, el PIB real aumentó un 0,2% en tasa intertrimestral, en el primer trimestre de 2010, frente a un incremento del 0,1% en el trimestre anterior (véase gráfico 26). Los indicadores disponibles sugieren un fortalecimiento de la actividad económica en la primavera.

Gráfico 26 Crecimiento del PIB real y contribuciones

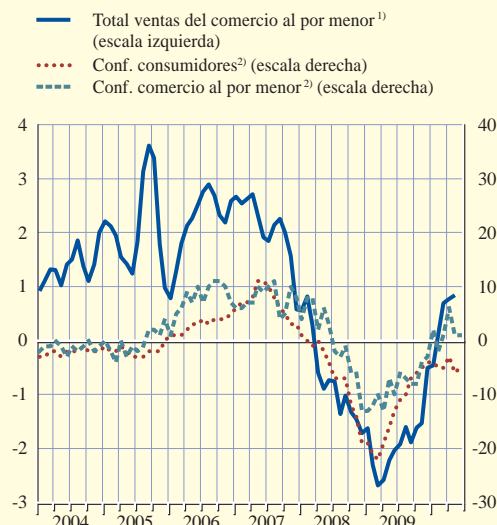
(tasa de crecimiento intertrimestral y contribuciones trimestrales en puntos porcentuales; datos desestacionalizados)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Gráfico 27 Ventas del comercio al por menor y confianza del comercio al por menor y de los hogares

(datos mensuales)



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

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

En el primer trimestre de 2010, el crecimiento del PIB real se vio favorecido por la contribución positiva de la variación de existencias, cifrada en 1 punto porcentual, que compensó con creces la aportación negativa, de 0,3 puntos porcentuales, de la demanda interna, excluidas las existencias. Esta última variable reflejó el crecimiento negativo de la inversión y del consumo privados, mientras que el consumo público aumentó. Con respecto a los flujos comerciales, pese al dinámico crecimiento de las exportaciones a raíz de la vigorosa recuperación de la economía mundial, la contribución de la demanda exterior neta al crecimiento del PIB real también fue negativa, ya que las importaciones crecieron más que las exportaciones.

En cuanto a los componentes de la demanda interna, el consumo privado disminuyó ligeramente en el primer trimestre de 2010, en términos intertrimestrales, después de haber registrado un alza moderada en el cuarto trimestre de 2009. Los indicadores disponibles sugieren que el gasto en consumo mantuvo su debilidad en el segundo trimestre de 2010. Los datos relativos a las ventas del comercio al por menor en los meses de abril y mayo indican que la tasa de crecimiento intertrimestral del segundo trimestre probablemente sea negativa (véase gráfico 27). Se prevé que el descenso de las ventas del comercio al por menor, incluidas las matriculaciones de automóviles, sea incluso más acusado, dado que las matriculaciones cayeron en abril y en mayo. Estas cifras confirman que el efecto de los planes para incentivar la sustitución de automóviles ha desaparecido y que el reciente crecimiento de las matriculaciones de automóviles está cambiando de sentido. La confianza de los consumidores, que ha seguido una tendencia ascendente en 2009, solo se modificó ligeramente en los seis primeros meses de 2010 y se mantuvo en niveles inferiores a su media a largo plazo. Según la encuesta de opinión de la Comisión Europea, las compras importantes previstas, que constituyen un indicador del consumo de bienes duraderos proyectado, también fueron escasas, lo que está en consonancia con anteriores experiencias de ajuste durante una recuperación (véase el recuadro 2, titulado «El consumo de bienes duraderos por parte de los hogares durante la última recesión»).

Recuadro 2

EL CONSUMO DE BIENES DURADEROS POR PARTE DE LOS HOGARES DURANTE LA ÚLTIMA RECESIÓN

En este recuadro se examina la evolución del consumo de los hogares, analizando su gasto en bienes duraderos y comparándolo con el gasto en bienes y servicios no duraderos. Un análisis por separado de estas dos formas de gasto puede ser muy informativo, porque es probable que su evolución sea diferente y que los respectivos factores determinantes influyan con distinta intensidad. Por su propia naturaleza, los bienes de consumo duradero tienden a persistir y se pueden utilizar repetidas veces, proporcionando a los consumidores un flujo de servicios durante varios años. Su carácter duradero significa que participan de algunos de los atributos propios de los activos. En el caso de los hogares, la decisión de adquirir un bien duradero es similar a la decisión de invertir de una empresa: las empresas sopesan el coste que entraña comprar una unidad adicional de capital frente al valor actual de la renta futura esperada que generará dicha unidad; los consumidores contraponen el coste de un bien de consumo duradero adicional a los beneficios del flujo de servicios que se deriva de ese bien o del ahorro de sus ingresos.

Una consecuencia fundamental es que la tasa de variación de las compras de bienes duraderos por parte de los hogares probablemente experimentará fluctuaciones más acusadas que la tasa de crecimiento de las adquisiciones de bienes y servicios no duraderos. Por ejemplo, una caída de la renta permanente

esperada llevaría a los hogares a moderar su consumo. Mientras que los hogares se ajustan a la nueva situación, el crecimiento del consumo se reduciría temporalmente. En el caso de las compras de bienes y servicios no duraderos, ese ajuste podría llevarse a cabo de manera relativamente rápida: los consumidores ajustan su comportamiento respecto a las compras en función de la nueva renta esperada. Sin embargo, en el caso de los bienes y servicios duraderos, los hogares deben ajustar su *stock* de bienes duraderos y no simplemente el flujo de servicios que se obtiene de esos bienes. Podría ser necesario que los hogares realizaran un ajuste más drástico de sus flujos de compras para alcanzar el *stock* total de bienes duraderos deseado.

Evolución reciente del consumo de bienes duraderos por parte de los hogares

Dado que la cobertura de los datos es relativamente baja y que varía según los países, Eurostat no publica una desagregación del consumo privado de la zona del euro en consumo duradero y no duradero. Para hacerse una idea del consumo de bienes duraderos y no duraderos, en el presente recuadro se han aproximado los agregados de la zona del euro utilizando los datos disponibles para cada país. En los últimos años, la cobertura de los datos es de más del 80% para la zona del euro. Sin embargo, los datos correspondientes a períodos anteriores tienen una cobertura más limitada.

En las tres últimas décadas, el nivel relativo del gasto de los hogares de la zona del euro en bienes de consumo duradero ha fluctuado de manera bastante significativa en comparación con el gasto en consumo no duradero, observándose, en general, un comportamiento procíclico (véase gráfico A). En los años anteriores a la recesión más reciente registrada en la zona del euro, el consumo de bienes duraderos (y semiduraderos) fue particularmente intenso¹. La ratio de consumo duradero en relación con el consumo no duradero de la zona se incrementó rápidamente a partir de finales de 2003.

1 En este análisis, los bienes duraderos y semiduraderos se consideran conjuntamente.

Gráfico A Ratio de consumo de bienes duraderos en relación con los no duraderos y crecimiento del PIB real en la zona del euro

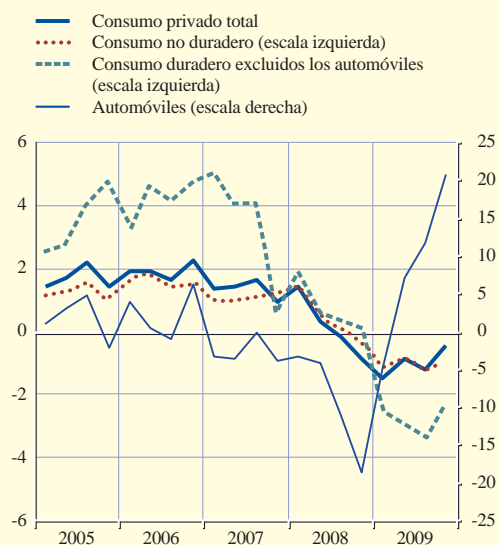
(en porcentaje; tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Gráfico B Componentes del consumo privado

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

De hecho, el crecimiento de las compras de bienes duraderos representaba en torno al 40% del crecimiento del consumo total entre 2005 y 2007, aun cuando los bienes duraderos solo suponían, en promedio, alrededor de un quinto del gasto total de los hogares (véase gráfico B).

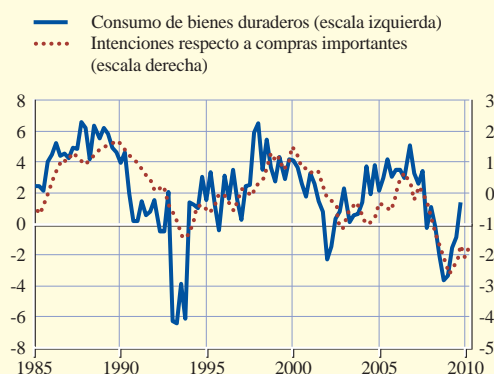
Desde la última recesión, el gasto de los hogares en bienes duraderos se ha reducido rápidamente. El ajuste fue liderado inicialmente por las compras de automóviles, que experimentaron una caída significativa hacia finales del 2008. No obstante, esta caída revirtió posteriormente en parte, pues los incentivos fiscales animaron a los consumidores a comprar nuevos automóviles. Con todo, las compras de otros bienes duraderos siguieron reduciéndose con rapidez en 2009.

Perspectivas del consumo de bienes duraderos

En anteriores recesiones, parece que los hogares ajustaron sus *stocks* de bienes duraderos de manera relativamente lenta, a pesar de los fuertes cambios observados en la tasa de variación de sus adquisiciones, con un crecimiento del consumo de bienes duraderos que siguió siendo débil durante algún tiempo (y un acusado descenso del consumo duradero en relación con el consumo no duradero; véase gráfico A). Aunque el consumo duradero es difícil de predecir con suficiente confianza, el perfil de los ajustes observados en el pasado sugiere que las compras de bienes duraderos en la zona del euro podrían seguir siendo moderadas en los próximos trimestres. Un escenario como este sería coherente con la imagen que se desprende de la encuesta de opinión de la Comisión Europea, que indica que los hogares han seguido siendo cautos a la hora de realizar compras de bienes duraderos en los primeros meses de 2010 (véase gráfico C). Dado que este indicador suele tener buenas propiedades de indicador adelantado de las compras futuras, podría sugerir que el consumo privado en la zona del euro seguirá siendo relativamente débil en el futuro próximo.

Gráfico C Consumo de bienes duraderos e intenciones de los consumidores respecto a compras importantes

(tasas de variación interanual; saldo de las encuestas menos la media, dividido por la desviación típica)



Fuentes: Eurostat y Comisión Europea.
Notas: El saldo de las encuestas se obtiene de la encuesta de opinión de la Comisión Europea. La cuestión que se plantea es la siguiente: «En comparación con los últimos doce meses, ¿cree usted que en los próximos doce meses gastará más o menos dinero en compras importantes?».

La formación bruta de capital fijo cayó un 1,2%, en tasa intertrimestral, en el primer trimestre de 2010, tras haber registrado un descenso similar en el trimestre anterior. La inversión ha venido contrayéndose desde el segundo trimestre de 2008, a consecuencia de la debilidad de la demanda, la escasa confianza empresarial, el crecimiento negativo de los beneficios, la históricamente baja utilización de la capacidad productiva y el endurecimiento de los criterios de aprobación del crédito. Sin embargo, los indicadores más recientes, tales como la confianza industrial y la producción industrial de bienes de equipo, apuntan a una relajación gradual del ritmo de contracción. La desaceleración de la inversión en el primer trimestre de 2010 muestra que, de nuevo, la reducción de la inversión se debió principalmente al componente de construcción. Este componente cayó a una tasa intertrimestral del 2,1%, mucho más intensa que la del trimestre anterior. La inversión, excluida la construcción, descendió un 0,3%, algo menos que el cuarto trimestre de 2009.

En lo que se refiere a los indicadores de inversión disponibles a comienzos de 2010, la producción de la construcción se redujo en abril un 3,4%, en términos de medias móviles de tres meses, con respecto al 4,2% del primer trimestre de 2010. Como la contracción que se observó en el primer trimestre de 2010 se atribuyó, en parte, a las condiciones meteorológicas inusualmente adversas que se dieron en algunos países, cabe la posibilidad de que esta trayectoria se invierta más adelante en el año. En cuanto a la inversión, excluida la construcción, la producción industrial de bienes de equipo —un indicador de la inversión futura— se elevó nuevamente en abril. En los próximos trimestres, es probable que la inversión, en particular el componente que excluye la construcción, siga mejorando, pero que, en general, mantenga su debilidad.

Por lo que respecta a los flujos comerciales, tanto las importaciones como las exportaciones crecieron notablemente en el primer trimestre de 2010, cifrándose el aumento en un 3,8% y en un 2,1%, respectivamente, en términos intertrimestrales. Debido al mayor incremento de las importaciones, la demanda exterior neta realizó una aportación negativa, de 0,6 puntos porcentuales, al crecimiento del PIB real en el primer trimestre de 2010. Los datos recientes sugieren que el crecimiento del comercio de la zona del euro se mantuvo prácticamente estabilizado a comienzos del segundo trimestre.

La aportación de las existencias al crecimiento intertrimestral del PIB, fue positiva en el primer trimestre de 2010. De cara al futuro, tanto las encuestas como la evidencia anecdótica sugieren que el ritmo de desacumulación sigue desacelerándose en la zona del euro. Como resultado, las existencias podrían continuar realizando una contribución positiva al crecimiento del PIB real de la zona en lo que resta de 2010. No obstante, la magnitud de dicha contribución no está muy clara, pues depende de la rapidez con la que se recupere la demanda y de la medida en que las empresas revisen sus expectativas relativas a la actividad. Además, existe cierta incertidumbre de carácter estadístico en torno a la manera en que se estiman existencias.

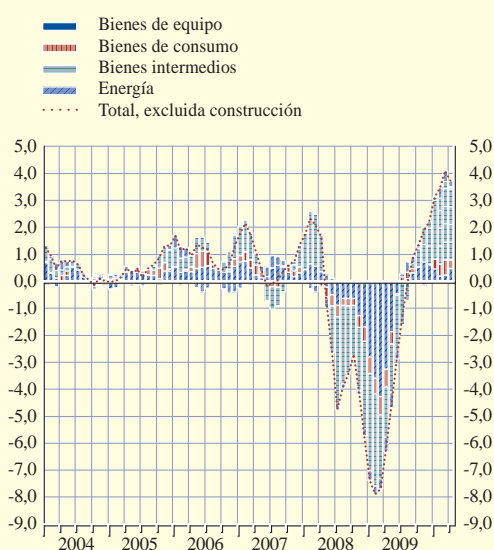
4.2 PRODUCTO, OFERTA Y MERCADO DE TRABAJO

La segunda estimación de Eurostat confirmó que el valor añadido real aumentó un 0,5%, en tasa intertrimestral, en el primer trimestre de 2010. La diferencia frente al crecimiento del PIB está asociada a un acusado descenso de los impuestos indirectos en relación con la debilidad del consumo interno. Este descenso no se refleja en una menor producción, debido sobre todo al vigor de las exportaciones y de las existencias. La tasa de crecimiento se vio favorecida por la aceleración de la actividad en la industria y en la rama de servicios (aunque en menor medida, en este caso), mientras que, en la construcción, continuó la desaceleración. Concretamente, el valor añadido de la industria (excluida la construcción) creció un 1,9%, en tasa intertrimestral, frente a la tasa de crecimiento del 0,6% registrada en el último trimestre de 2009. El valor añadido de los servicios avanzó un 0,4% en el primer trimestre de 2010, tras el 0,1% registrado en el trimestre anterior. El valor añadido de la construcción se redujo un 2,3% en el primer trimestre de 2010 con respecto al trimestre anterior, en parte como resultado de las desfavorables condiciones meteorológicas

La producción industrial, excluida la construcción, y los nuevos pedidos industriales siguieron creciendo en abril. La evolución de ambos indicadores sugiere unos fuertes niveles de crecimiento en el segundo trimestre de 2010, similares a los del trimestre anterior (véase gráfico 28). La información procedente de las encuestas señala que la actividad económica siguió expandiéndose en el segundo trimestre de 2010. El índice de directores de compras de las manufacturas volvió a aumentar por encima de 56 en el segundo trimestre de 2010 (un valor superior a 50 significa que la actividad mejora) y alcanzó niveles

Gráfico 28 Crecimiento de la producción industrial y contribuciones

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

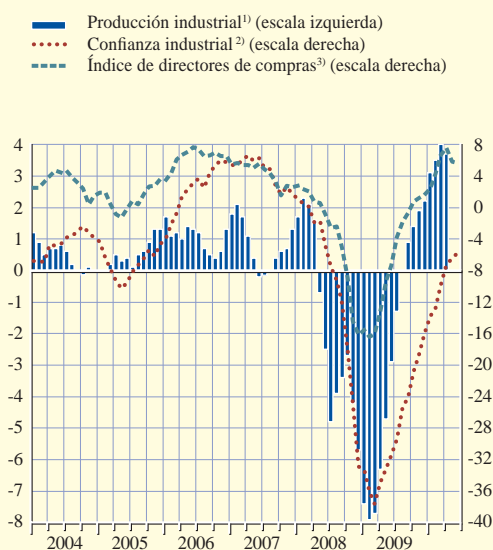


Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

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

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

(datos mensuales desestacionalizados)



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

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

- 1) Tasas de variación intertrimestral.
- 2) Saldos netos.
- 3) Índice de directores de compras; desviaciones con respecto al valor 50.

similares a los observados por última vez en el segundo trimestre de 2006 (véase gráfico 29). La encuesta a los directores de compras también presenta señales positivas sobre los nuevos pedidos, pues el índice correspondiente se mantuvo por encima de 57 en el segundo trimestre de 2010. Por lo que respecta a la rama de servicios, el índice de actividad comercial volvió a mejorar en el segundo trimestre de 2010, tras haber descendido en el trimestre anterior, y retornó al nivel alcanzado por última vez en el tercer trimestre de 2007. Otras encuestas de opinión, como las de la Comisión Europea, confirman los indicios proporcionados por la encuesta a los directores de compras de que el clima económico está mejorando. En particular, si se compara con el clima existente en el primer trimestre de 2010, en el segundo trimestre se fortaleció en todos los sectores, salvo en la construcción, donde no experimentó variaciones.

MERCADO DE TRABAJO

La información reciente indica que la situación de los mercados de trabajo de la zona del euro se ha estabilizado. De acuerdo con la segunda estimación de Eurostat, el empleo de la zona del euro se mantuvo estable, en términos intertrimestrales, en el primer trimestre de 2010. Ello constituye una mejora con respecto a los trimestres anteriores, cuando el empleo cayó de manera acusada. No obstante, la sustancial reducción del empleo observada anteriormente fue menor en la zona del euro que en Estados Unidos (véase el recuadro titulado «Comparación de la evolución del empleo en la zona del euro y en Estados Unidos»).

COMPARACIÓN DE LA EVOLUCIÓN DEL EMPLEO EN LA ZONA DEL EURO Y EN ESTADOS UNIDOS

Las recientes turbulencias económicas y financieras han tenido un fuerte impacto en los mercados de trabajo de la zona del euro y de Estados Unidos, dando lugar a un acusado retroceso del empleo y a un considerable aumento del desempleo. En este recuadro se compara la experiencia reciente de las dos economías y se analizan las implicaciones de política económica de los ajustes realizados en los mercados de trabajo.

Es bien sabido que la evolución del mercado de trabajo tiende a ir a la zaga de la actividad económica. Además, las comparaciones directas entre la zona del euro y Estados Unidos plantean la dificultad añadida de que los efectos de las turbulencias financieras y la posterior recesión se dejaron sentir en Estados Unidos antes que en la zona del euro. El crecimiento trimestral del PIB de Estados Unidos experimentó una acusada desaceleración a partir del tercer trimestre de 2007, mientras que, en la zona del euro, el crecimiento del producto no se vio afectado hasta el primer trimestre de 2008. No obstante, en conjunto, parece que la contracción de la actividad económica observada en la zona del euro fue bastante más pronunciada que en Estados Unidos, con un descenso entre el nivel máximo y el mínimo del PIB real de alrededor del 5,3% en la zona del euro, en comparación con el 3,7% de Estados Unidos¹. Según parece, en este último país, la fuerte caída del producto provocó un ajuste muy rápido del empleo, con pocas señales de estabilización hasta finales de 2009 (véase gráfico A). Por el contrario, en la zona del euro, el empleo parece haber reaccionado con más lentitud y no se ha ajustado en la misma medida, pese a que la contracción de la actividad económica fue relativamente más acusada.

Evolución del empleo, de las horas trabajadas y del desempleo

En términos generales, desde que comenzó la recesión en Estados Unidos se han perdido más de 8 millones de puestos de trabajo (es decir, aproximadamente el 6% del número total de empleos existentes antes de la recesión). En cambio, en la zona del euro, alrededor de 3,9 millones de trabajadores (esto es, un 2,6%) han perdido su empleo desde el inicio de la recesión². Ambas economías han experimentado una fuerte reducción en el total de horas trabajadas, aunque el descenso total ha sido mucho mayor en Estados Unidos³. Además, se ha observado una diferencia significativa entre las dos economías en lo que se refiere a las contribuciones relativas de las pérdidas de empleo y de los ajustes en las horas trabajadas. A ambos lados del Atlántico, las empresas han respondido a la recesión reduciendo el promedio de horas trabajadas por persona ocupada, pero en Estados Unidos este efecto se ha visto atenuado por la contribución muy superior de las pérdidas de empleo a la reducción del total de horas trabajadas, mientras que en la zona del euro (sobre todo en el sector empresarial), una parte proporcionalmente mayor de la reducción del total de horas trabajadas se ha llevado a cabo disminuyendo el promedio de horas trabajadas a la semana.

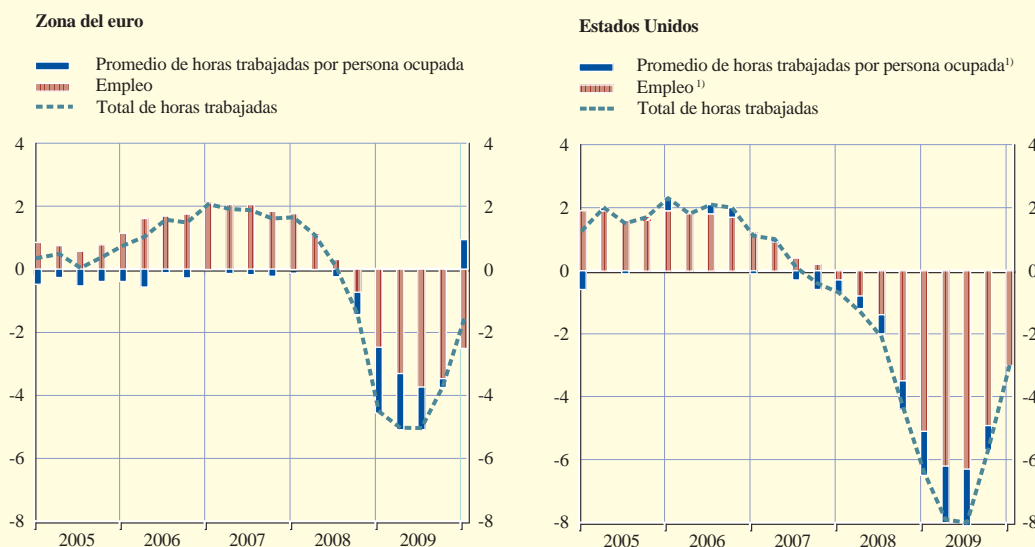
1 Oficialmente, la recesión en Estados Unidos comenzó en el último trimestre de 2007, según el US National Bureau of Economic Research (NBER), medio año antes que la recesión en la zona del euro. Sin embargo, el crecimiento del PIB estadounidense no fue negativo hasta el primer trimestre de 2008 y, de hecho, el PIB creció de nuevo en el segundo trimestre de 2008, cuando el nivel del PIB alcanzó un máximo, ya que el producto se vio fuertemente impulsado por una serie de estímulos fiscales. En el cálculo del máximo al mínimo mencionado en el texto, el máximo se refiere al cuarto trimestre de 2007.

2 En el artículo titulado «Comparación de las estadísticas de la zona del euro, Estados Unidos y Japón», publicado en el Boletín Mensual de abril de 2005, se describen las importantes diferencias metodológicas existentes en la compilación de datos sobre empleo en la zona del euro y en Estados Unidos.

3 En el recuadro titulado «Nuevas series estadísticas de horas trabajadas, productividad del trabajo y costes laborales para la zona del euro» y en el artículo titulado «Ajustes de los mercados de trabajo a la recesión en la zona del euro», publicados en este Boletín Mensual, figuran detalles sobre la nueva serie de datos sobre horas trabajadas en la zona del euro basadas en las cuentas nacionales.

Gráfico A Evolución del total de horas trabajadas en el sector empresarial y contribuciones

(tasas de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat, US Bureau of Labor Statistics y cálculos del BCE.

Nota: El sector empresarial excluye los servicios no de mercado (incluido el sector público).

1) Los datos sobre empleo de Estados Unidos se refieren al número total de puestos de trabajo (y, por tanto, pueden incluir a un porcentaje reducido de personas con más de un trabajo).

Además de la dinámica descrita relativa a la demanda de trabajo, en las dos economías se han producido importantes efectos adversos sobre la oferta de trabajo a raíz de la reciente desaceleración económica. En la zona del euro, el estancamiento del crecimiento de la población activa registrado desde el tercer trimestre de 2008 puede atribuirse casi en la misma medida al crecimiento más lento de la población y de la tasa de actividad⁴. En cambio, en Estados Unidos, el descenso de la población activa (un -0,2% desde el tercer trimestre de 2008) es atribuible únicamente a una caída muy acusada de la tasa de actividad, ya que muchos trabajadores abandonan la búsqueda de empleo como consecuencia de las peores perspectivas de encontrar trabajo, mientras que el crecimiento de la población estadounidense experimentó solo una ligera moderación.

Las distintas reacciones observadas en la evolución del empleo y de la población activa en las dos economías se han traducido en un incremento mucho más lento del paro registrado en la zona del euro, aunque el nivel de partida inicial era más elevado. Por tanto, en la zona del euro, la tasa de paro ha aumentado desde el mínimo del 7,8% de marzo de 2008 hasta el 10% de finales de mayo de 2010 (véase gráfico B). Mientras, el aumento de la tasa de paro en Estados Unidos ha sido bastante más pronunciado, duplicándose con creces desde el 4,8% de febrero de 2008 hasta un máximo del 10,1% en octubre de 2009.

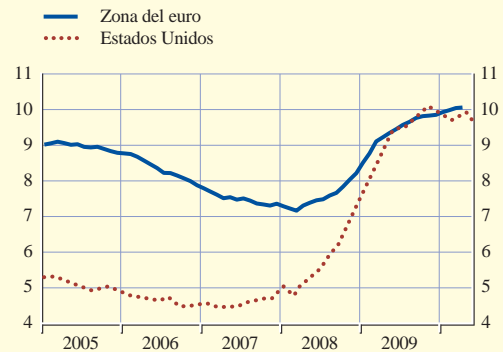
Existen varias razones que pueden ayudar a explicar las menores pérdidas de empleo observadas hasta el momento en la zona del euro en comparación con Estados Unidos, entre las que se incluye el hecho de que la desaceleración de la actividad comenzó antes en Estados Unidos que en la zona del euro, así como la mayor exposición de la economía estadounidense a perturbaciones sectoriales en la construcción y en los sectores inmobiliario y financiero. En cierta medida, es posible que tam-

5 Véase el recuadro titulado «Evolución reciente de la oferta de trabajo» en el Boletín Mensual de junio de 2010.

bién se deba a diferencias en las definiciones (en Estados Unidos se cuenta el número de puestos de trabajo, mientras que los datos correspondientes a la zona del euro reflejan las cifras de personas ocupadas); no obstante, por sí solas, las diferencias en las definiciones no pueden explicar el aumento tan acusado del paro observado en Estados Unidos. Parte de esta divergencia puede entenderse en términos del mayor recurso a la reducción de las horas trabajadas como principal instrumento para ajustar el empleo en muchos países de la zona del euro⁵. En varios países de la zona, estas medidas también se vieron respaldadas por ayudas públicas que, en general, fueron acogidas positivamente por las empresas que querían retener a los trabajadores cualificados, especialmente en aquellos países en los que se había observado una escasez de mano de obra cualificada en los años que precedieron a la recesión. Por último, también es probable que el hecho de que la legislación sobre protección del empleo sea más estricta en la zona del euro haya desempeñado un papel importante a la hora de aplazar el ajuste en los mercados de trabajo ante una situación que muchas economías de la zona percibieron, en cierta medida, como una perturbación temporal de la demanda.

Gráfico B Tasa de paro

(en porcentaje de la población activa)



Fuentes: Eurostat, US Bureau of Labor Statistics y cálculos del BCE.

Implicaciones de política económica

Según parece, los mercados de trabajo de ambas áreas económicas han mostrado señales de estabilización en los últimos meses (en la zona del euro, los niveles de desempleo han dejado de aumentar y, en Estados Unidos, el paro ha disminuido ligeramente con respecto al máximo registrado en octubre de 2009). Sin embargo, es probable que transcurra un tiempo antes de que se produzca una recuperación sustancial en el crecimiento del empleo. Será necesario conseguir que el deterioro observado recientemente en los mercados de trabajo no se traduzca en un aumento del paro estructural. Es asimismo probable que las mejoras a más largo plazo —y el crecimiento futuro del empleo— dependan, en gran medida, de la capacidad de las economías para reorganizarse y reestructurarse ante cambios importantes en los distintos sectores.

Por lo que respecta a la zona del euro, es probable que este proceso de reestructuración exija más reformas en los mercados de trabajo y de productos, con el fin de potenciar la actividad y, con ello, las perspectivas de empleo. La introducción de nuevas reformas estructurales y la eliminación oportuna de las medidas adoptadas para hacer frente a la crisis —incluido el continuado recurso a los planes de reducción de las horas de trabajo subvencionadas por los Gobiernos en algunos países— facilitará la reasignación del empleo hacia sectores más productivos. A este respecto, la flexibilización de la legislación sobre protección del empleo para los trabajadores con contrato indefinido en varios países contribuiría a reducir en cierta medida la dualidad existente en los mercados de trabajo y favorecería

5 La aplicación de planes de reducción de las horas de trabajo en muchos países de la zona del euro aumentó considerablemente durante la recesión (aplicándose, en su momento álgido, a aproximadamente el 4% de los trabajadores en Alemania e Italia), mientras que, en Estados Unidos, planes similares se aplicaron solo a alrededor del 0,5% de la población activa. Véase FMI, *World Economic Outlook*, capítulo 3, «Unemployment Dynamics during Recessions and Recoveries: Okun's Law and Beyond», 2010.

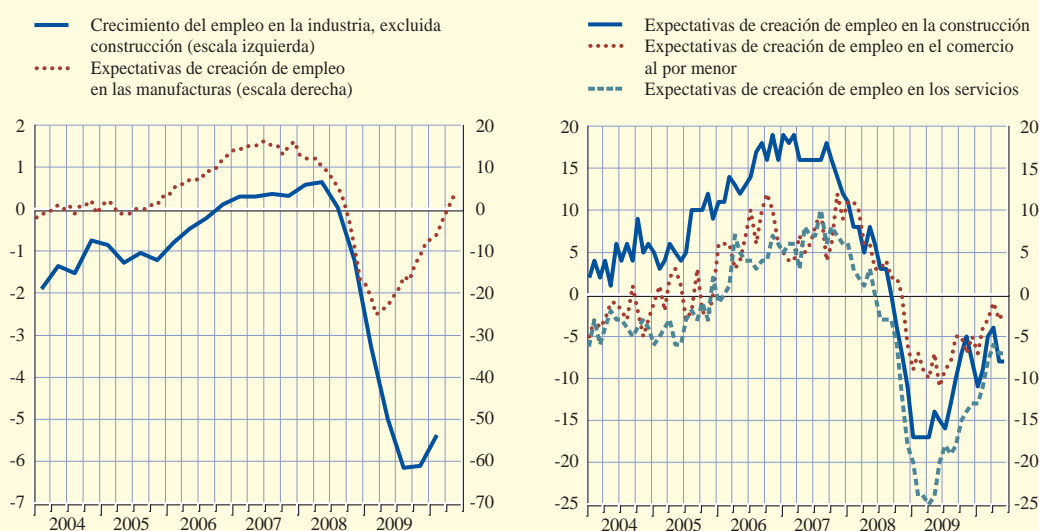
la vuelta al empleo. La adopción de medidas para incrementar la flexibilidad salarial —permitiendo una diferenciación suficiente que refleje las condiciones de los mercados de trabajo locales, la competitividad de las empresas y los niveles locales de productividad— contribuiría a abordar los restantes desequilibrios y a estimular la demanda de trabajo. En los mercados de productos, el aumento de la competencia fomentaría la innovación y la puesta en práctica de prácticas laborales eficientes.

A nivel sectorial, la industria (excluida la construcción) y la construcción siguieron siendo los sectores más castigados por la reducción del empleo agregado en el primer trimestre de 2010, aunque, en la industria, excluida la construcción, el ritmo de la reducción disminuyó (véanse el gráfico 30 y el artículo titulado «Ajustes de los mercados de trabajo a la recesión de la zona del euro», en el presente en Boletín Mensual). El empleo en la construcción descendió con más intensidad que en el trimestre anterior, como consecuencia de las condiciones meteorológicas inusualmente adversas que se observaron en algunos países. Por el contrario, el empleo en la rama de servicios aumentó en el primer trimestre de 2010, tras haber disminuido o permanecido sin cambios en los cuatro trimestres anteriores. La mejora registrada en el trimestre anterior fue evidente en todos los subsectores (véase cuadro 6). Los datos de Eurostat sobre las horas trabajadas, en términos trimestrales, en la zona del euro muestran solo una pequeña reducción en el primer trimestre de 2010, a pesar del acusado descenso registrado en la construcción y en la industria, excluida la construcción (véase recuadro 1 en la sección 3, titulado «Nuevas series estadísticas de horas trabajadas, productividad del trabajo y costes laborales para la zona del euro»).

Junto con la recuperación del crecimiento del producto en la zona del euro, las pérdidas de empleo observadas en los últimos trimestres han contribuido a que se produzca una inflexión en el descenso de la productividad. En términos interanuales, la productividad agregada de la zona del euro (medida como el producto por asalariado) aumentó nuevamente en el primer trimestre de 2010, hasta situarse en el 1,9%,

Gráfico 30 Crecimiento del empleo y expectativas de creación de empleo

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



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

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

Cuadro 6 Crecimiento del empleo

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

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

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

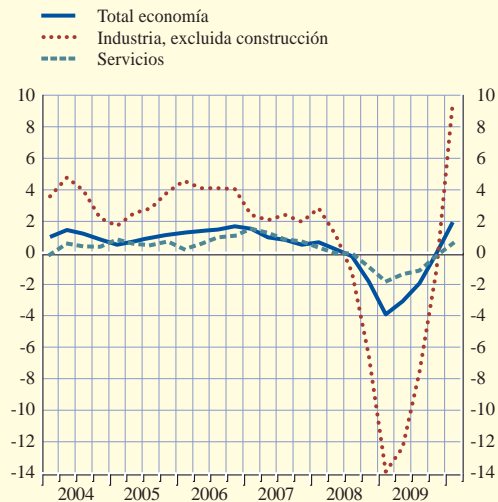
1) Incluye también educación, salud y otros servicios.

señalando una mejora sustancial con respecto al crecimiento nulo del trimestre anterior y a las contracciones sin precedentes que se registraron en el primer semestre de 2009 (véase gráfico 31). La evolución de la productividad por hora trabajada ha mostrado un patrón similar, elevándose de nuevo un 1,3%, en tasa interanual, en el primer trimestre de 2010.

La tasa de paro de la zona del euro se mantuvo en el 10% en mayo, sin cambios con respecto al mes anterior. La cifra para abril se revisó ligeramente a la baja en una décima de punto porcentual (véase gráfico 32) y actualmente se sitúa en el nivel más elevado desde agosto de 1998. De cara al futuro, los indicadores de opinión han mejorado con respecto a sus bajos niveles, lo que indica que una estabilización del paro de la zona del euro en los próximos meses (véase gráfico 30).

Gráfico 31 Productividad del trabajo

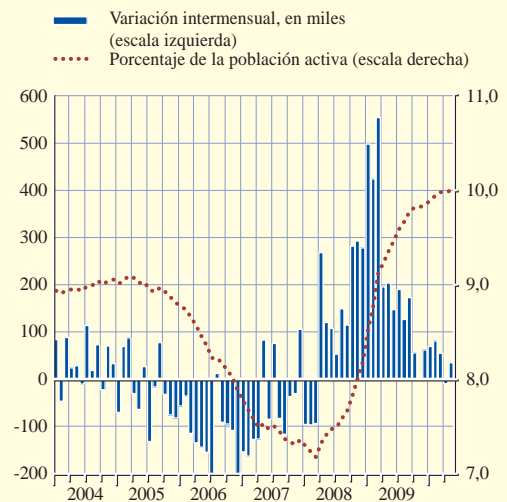
(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Gráfico 32 Desempleo

(datos mensuales desestacionalizados)



Fuente: Eurostat.

4.3 PERSPECTIVAS DE LA ACTIVIDAD ECONÓMICA

De cara al futuro, se espera que el crecimiento del PIB real aumente a un ritmo moderado, y todavía desigual, en todos los países y sectores. La recuperación en curso a escala mundial, así como la orientación acomodaticia de la política monetaria y las medidas adoptadas para restablecer el funcionamiento del sistema financiero, deberían sostener la economía de la zona del euro. Sin embargo, se prevé que los procesos de ajuste de los balances y las perspectivas del mercado de trabajo frenen el ritmo de la recuperación.

Se considera que los riesgos para las perspectivas económicas están prácticamente equilibrados, en un entorno marcado por la incertidumbre inusualmente elevada. Por una parte, la economía mundial y el comercio exterior podrían recuperarse con más intensidad de lo previsto. Por otra parte, sigue preocupando el recrudecimiento de las tensiones en los mercados financieros, una espiral negativa de reacciones adversas entre la economía real y el sector financiero más intensa o prolongada de lo previsto anteriormente, nuevo 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.

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

5.1 TIPOS DE CAMBIO

En los tres meses transcurridos hasta el 7 de julio, el euro se depreció un 4,8% en términos efectivos nominales, situándose aún más por debajo de la media registrada en 2009. La depreciación del euro fue generalizada.

TIPO DE CAMBIO EFECTIVO DEL EURO

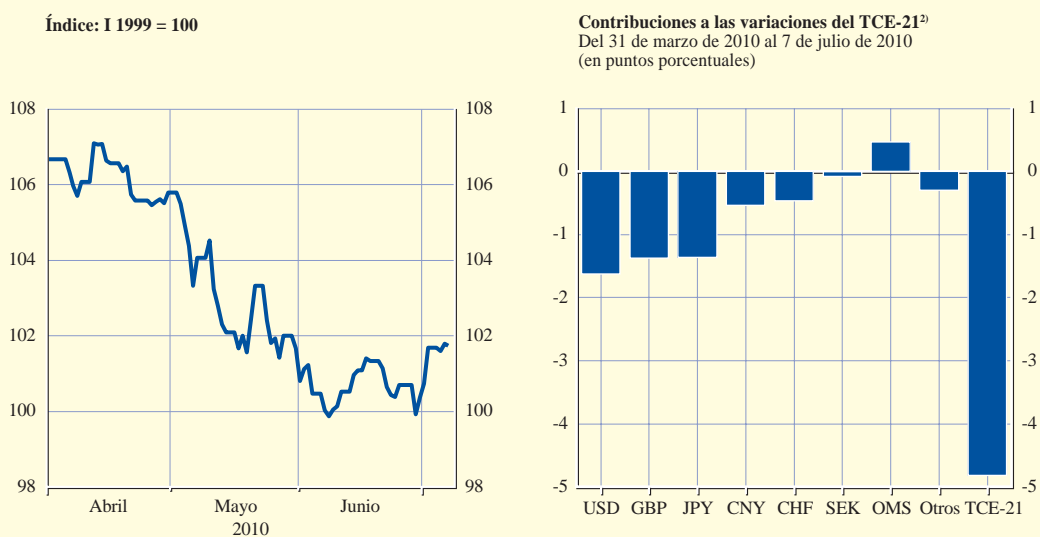
El 7 de julio, el tipo de cambio efectivo nominal del euro —medido frente a las monedas de 21 de los socios comerciales más importantes de la zona del euro— se situaba un 4,8% por debajo del nivel observado a finales de marzo y un 8,9% por debajo de la media de 2009 (véase gráfico 33). La depreciación del euro fue generalizada y vino acompañada de un aumento de la volatilidad implícita de los tipos de cambio bilaterales del euro frente a otras principales monedas.

DÓLAR ESTADOUNIDENSE/EURO

En los tres meses transcurridos hasta el 7 de julio, y a pesar de la ligera apreciación registrada en el último mes del período de referencia, el euro se depreció frente al dólar estadounidense, situándose en un nivel observado por última vez a comienzos de 2006 y muy por debajo de la media de 2009 (véase gráfico 34). El 7 de julio, el euro cotizada a 1,26 dólares estadounidenses, un 6,8% por debajo del nivel de finales de marzo y en torno a un 10% por debajo de la media de 2009.

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

(datos diarios)



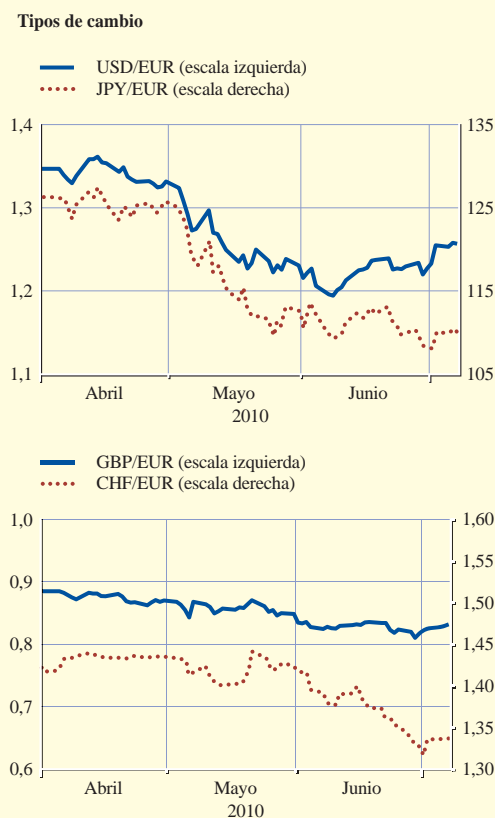
Fuente: BCE.

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

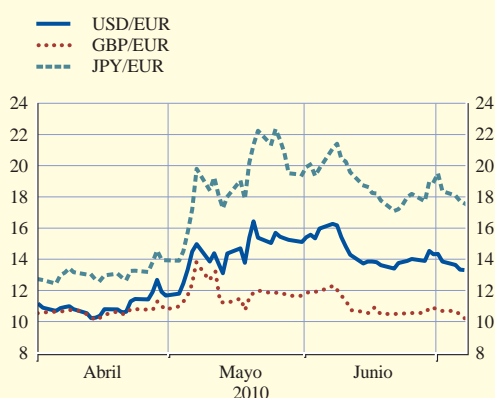
2) Se muestran las contribuciones a las variaciones del TCE-21 correspondientes a cada una de las monedas de los seis principales socios comerciales de la zona del euro. La categoría «Otros Estados miembros (OEM)» se refiere a la contribución agregada de las monedas de los Estados miembros que no pertenecen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

Gráfico 34 Evolución de los tipos de cambio y volatilidades implícitas

(datos diarios)



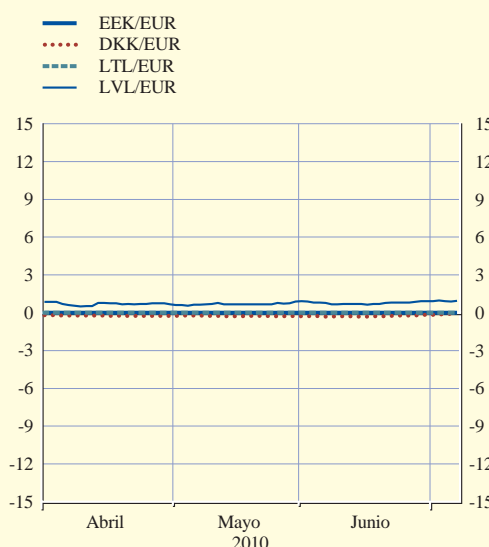
Volatilidades implícitas del tipo de cambio (a tres meses)



Fuentes: Bloomberg y BCE.

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

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



Fuente: BCE.

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

YEN JAPONÉS/EURO

En los tres meses transcurridos hasta el 7 de julio, el euro se depreció frente al yen japonés. El 7 de julio, cotizaba a 109,3 yenes, un 13% por debajo del nivel de finales de marzo y un 15,9% por debajo de la media de 2009. En el mismo período de tres meses, la volatilidad implícita del tipo de cambio entre estas dos monedas aumentó de forma pronunciada tanto en el horizonte de corto plazo como en el de largo plazo (véase gráfico 34).

MONEDAS DE LOS ESTADOS MIEMBROS DE LA UE

En los tres meses transcurridos hasta el 7 de julio, las monedas que participan en el MTC II se mantuvieron, en general, estables frente al euro, cotizando al tipo de cambio correspondiente a las respectivas paridades centrales o en torno a dichas paridades (véase gráfico 35). Al mismo tiempo, el

lats letón se mantuvo en la zona débil de la banda de fluctuación de $\pm 1\%$ establecida unilateralmente.

Por lo que respecta a las monedas de los Estados miembros de la UE que no participan en el MTC II, en los tres meses transcurridos hasta el 7 de julio, el euro se depreció un 6,5% frente a la libra esterlina,

cotizando en esa fecha a 0,83 libras. Durante el mismo período, el euro se apreció frente al forint húngaro (un 7%) y frente al zloty polaco (un 6,6%).

OTRAS MONEDAS

El euro experimentó una acusada depreciación frente al franco suizo, registrando una caída del 6,8% en los tres meses transcurridos hasta el 7 de julio y cotizando, en esa fecha, a 1,33 francos. Durante el mismo período, los tipos de cambio bilaterales del euro frente al renminbi chino y el dólar de Hong Kong siguieron manteniendo una evolución paralela a la registrada frente al dólar estadounidense. El 19 de junio, el Banco Central de la República Popular China anunció medidas para aumentar la flexibilidad del tipo de cambio del renminbi (véase recuadro 4).

Recuadro 4

LA REFORMA EN CHINA DEL RÉGIMEN CAMBIARIO DEL RENMINBI

Después de casi dos años en los que el renminbi estuvo vinculado de facto al dólar estadounidense (USD), el 19 de junio de 2010, el Banco Central de la República Popular China anunció su intención de «proseguir con la reforma del régimen de tipo de cambio del renminbi (RMB) y aumentar su flexibilidad»¹. En concreto, se seguirá haciendo especial hincapié en «reflejar la oferta y la demanda del mercado con referencia a una cesta de monedas». El Banco Central de la República Popular China también determinó que «no hay base para una apreciación a gran escala del tipo de cambio del RMB», ya que la balanza por cuenta corriente de China está «aproximándose al equilibrio».

Es demasiado pronto para evaluar cómo el Banco Central gestionará en la práctica el tipo de cambio bajo el nuevo régimen. Si se consideran las expectativas del mercado, las operaciones a plazo sin entrega de moneda estiman actualmente que se producirá una apreciación inferior al 2% del renminbi con respecto al USD dentro de un año (véase gráfico A). También se espera que el Banco de la República Popular China permita que se incremente la volatilidad del tipo de cambio bilateral RMB-USD, con el fin de mitigar la entrada de flujos de capital especulativos. Sin embargo, el anuncio del Banco Central no se tradujo en una modificación de iure del régimen cambiario de China. Desde la reforma de julio de 2005, las autoridades chinas lo definen como un régimen de flotación controlada basada en la oferta y la demanda del mercado con referencia a una cesta de monedas.

Si bien no se ha hecho pública la ponderación de las monedas que componen la cesta del RMB, varios estudios que han analizado los movimientos del

Gráfico A Apreciación implícita de las operaciones a plazo sin entrega de RMB frente a USD

(en porcentaje)



Fuente: Bloomberg.

Notas: Un número negativo indica depreciación. Última observación: 7 de julio de 2010.

¹ Extracto del anuncio público del Banco Central de la República Popular China del 19 de junio.

RMB frente al USD han llegado a la conclusión de que, en la práctica, el RMB se ha controlado estrechamente para reflejar las fluctuaciones del USD en los cinco últimos años, bien en la forma de régimen de tipo de cambio fijo, pero ajustable (de julio de 2005 a julio de 2008) o de régimen de tipo de cambio fijo (de julio de 2008 a junio de 2010). En el primer período, el RMB se fortaleció de manera sostenida frente al USD, apreciándose en torno a un 21% en términos bilaterales (véase gráfico B). No obstante, la apreciación del RMB en términos efectivos nominales fue de solo un 8%, sobre todo a causa de la apreciación del euro frente al USD. En el verano de 2008, como consecuencia del empeoramiento de las perspectivas económicas exteriores y de la evolución de la crisis financiera global, las autoridades chinas decidieron frenar la constante apreciación del RMB frente al USD. Con todo, desde diciembre de 2009 el RMB se ha apreciado de nuevo, un 5% frente al dólar, en términos efectivos nominales, un 1,4% frente al yen y un 17,1% frente al euro.

Paralelamente a la depreciación generalizada experimentada por el euro, se ha deteriorado la competitividad vía precios de los exportadores chinos en los mercados de la zona del euro.

Como han destacado las autoridades chinas, la recuperación de las exportaciones chinas en 2010, aumenta a la evolución económica del país, también ha desempeñado un papel fundamental a la hora de adoptar la reciente decisión sobre el tipo de cambio. En particular, la reciente acumulación de presiones inflacionistas —incluso en el mercado inmobiliario— hizo que aumentaran los costes asociados a mantener un tipo de cambio fijo frente al USD. La apreciación del RMB podría ayudar a moderar las presiones inflacionistas importadas, y brindará, además, al Banco Central de la República China un mayor margen para utilizar instrumentos de política monetaria con el fin de combatir la inflación, facilitando al mismo tiempo un ajuste suave de la economía.

5.2 BALANZA DE PAGOS

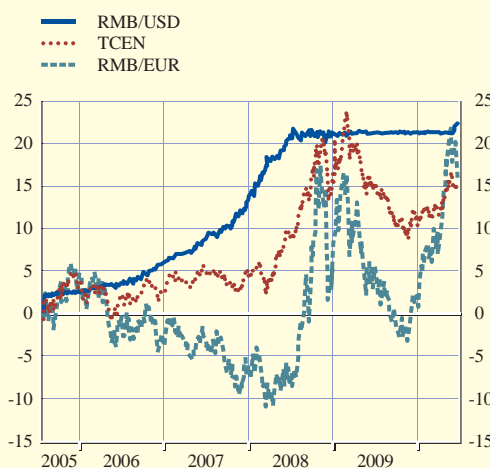
El comercio de bienes con países no pertenecientes a la zona del euro siguió intensificándose en los últimos meses. En el año transcurrido hasta abril, el déficit por cuenta corriente de la zona del euro, acumulado de doce meses, se redujo a 32,3 mm de euros (alrededor del 0,4% del PIB de la zona). En la cuenta financiera, las entradas netas del agregado de inversiones directas y de cartera se redujeron hasta 160,8 mm de euros, en cifras acumuladas, en el año transcurrido hasta abril.

COMERCIO Y BALANZA POR CUENTA CORRIENTE

En un contexto de mejora de la situación económica mundial, el comercio de bienes con países no pertenecientes a la zona del euro siguió creciendo en los últimos meses. Los datos de la balanza de pagos indican que las exportaciones de bienes a países de fuera de la zona se incrementaron, en términos nomina-

Gráfico B Tipo de cambio del RMB

(variaciones porcentuales acumuladas desde el 20 de julio de 2005; datos diarios)



Fuente: Bloomberg.

Notas: TCEN es el tipo de cambio efectivo nominal del RMB; índice: 2000 = 100. Última observación: 7 de julio de 2010.

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

(datos desestacionalizados, salvo indicación en contrario)

	2010		Media móvil de tres meses hasta				Cifras acumuladas de 12 meses hasta	
	2010 Mar	2010 Abr	2009 Jul	2009 Oct	2010 Ene	2010 Abr	2009 Abr	2010 Abr
<i>mm de euros</i>								
Cuenta corriente	1,5	-5,1	-1,3	-4,9	-1,9	-2,7	-153,8	-32,3
Bienes	3,4	1,3	6,3	2,5	4,1	3,3	-23,0	48,9
Exportaciones	126,5	124,5	107,3	104,8	113,7	123,3	1.459,0	1.347,4
Importaciones	123,1	123,2	101,0	102,2	109,6	120,0	1.482,0	1.298,5
Servicios	4,5	3,6	1,8	3,1	3,3	3,9	34,5	35,9
Exportaciones	40,1	40,1	38,4	38,5	39,7	39,6	504,5	468,6
Importaciones	35,6	36,6	36,6	35,4	36,4	35,8	470,0	432,7
Rentas	-0,8	-2,7	-2,7	-2,8	-3,5	-1,7	-65,1	-31,8
Transferencias corrientes	-5,5	-7,3	-6,7	-7,7	-5,8	-8,2	-100,2	-85,2
Cuenta financiera ¹⁾	-1,0	8,2	-8,9	2,8	3,1	3,9	192,7	2,6
Total inversiones directas y de cartera netas	-40,5	18,5	16,5	26,3	15,4	-4,6	232,7	160,8
Inversiones directas netas	-24,2	-11,3	0,0	-11,3	-2,6	-11,6	-164,6	-76,8
Inversiones de cartera netas	-16,3	29,9	16,5	37,6	18,1	7,0	397,4	237,6
Acciones y participaciones	-5,7	-8,1	26,9	-1,0	-21,9	-3,0	-114,3	134,4
Valores distintos de acciones	-10,6	38,0	-10,4	38,6	-3,8	10,0	511,6	103,2
Bonos y obligaciones	-8,5	32,0	-14,2	18,1	-6,9	7,5	221,9	13,5
Instrumentos del mercado monetario	-2,1	6,0	3,8	20,5	3,1	2,4	289,7	89,6
Otras inversiones netas	43,2	-10,1	-28,7	-21,6	-16,1	-28,7	52,2	-165,9
<i>Tasas de variación sobre el período anterior</i>								
Bienes y servicios								
Exportaciones	5,6	-1,2	-0,3	-1,7	7,1	6,2	-5,2	-7,5
Importaciones	6,6	0,6	-3,4	0,0	6,1	6,6	-1,7	-11,3
Bienes								
Exportaciones	6,3	-1,6	1,0	-2,4	8,5	8,4	-6,7	-7,7
Importaciones	8,3	0,1	-3,8	1,2	7,2	9,5	-2,9	-12,4
Servicios								
Exportaciones	3,4	0,2	-3,6	0,1	3,2	-0,2	-0,7	-7,1
Importaciones	1,2	2,7	-2,1	-3,4	3,0	-1,9	2,3	-7,9

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.

les, un 8,4% en los tres meses transcurridos hasta abril (véase gráfico 36 y cuadro 7). La continua expansión de las exportaciones refleja, principalmente, la solidez de la demanda externa, debido, en parte, a factores de carácter transitorio, como las medidas de estímulo fiscal y el ciclo de existencias en las economías de los países con los que comercia la zona del euro. Además, los aumentos de la productividad en términos de precios de exportación, como consecuencia de la depreciación del euro, también podrían haber tenido un efecto positivo sobre las exportaciones de la zona del euro a otros países.

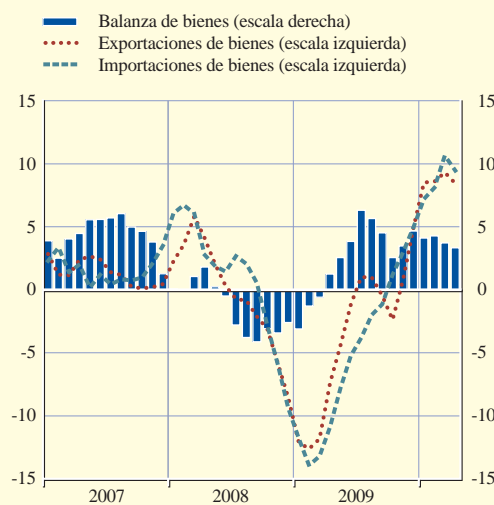
Al mismo tiempo, las importaciones de bienes procedentes de fuera de la zona del euro siguieron creciendo a un ritmo más rápido que las exportaciones. En los tres meses transcurridos hasta abril, las importaciones de bienes aumentaron un 9,5% en términos nominales. La desagregación de las importaciones nominales de países no pertenecientes a la zona del euro en volúmenes y precios (datos disponibles de Eurostat hasta marzo) indica que este aumento de las importaciones nominales de bienes refleja, en gran medida, una subida de los precios de importación (véase gráfico 37). A su vez, ello es atribuible, en parte, a la depreciación del euro y al repunte de los precios de las materias primas. Al mismo tiempo, las importaciones de bienes también aumentaron, en términos reales, un ritmo rápido, respaldadas, entre otros factores, por la demanda de bienes intermedios importados, inducida por las exportaciones, y por el ajuste de las existencias.

A diferencia del comercio de bienes con países no pertenecientes a la zona del euro, el comercio de servicios parece haber vuelto a perder impulso. Tras la expansión observada en torno a comienzos del año, las exportaciones y las importaciones de servicios se redujeron, en términos nominales, un 0,2% y un 1,9%, respectivamente, en los tres meses transcurridos hasta abril.

En conjunto, como resultado del hecho de que las importaciones crecieron con más fuerza que las exportaciones, el superávit comercial en concepto de bienes y servicios se redujo en los tres meses transcurridos hasta abril en comparación con los meses anteriores. No obstante, en cifras acumuladas de doce meses, el superávit de las balanzas de bienes y servicios se incrementó (véase gráfico 38), lo que, unido al descenso de los déficits de las balanzas de rentas y transferencias corrientes, ha contribuido a que se reduzca el déficit de la balanza por cuenta corriente. En el año transcurrido hasta abril, el déficit acumulado por cuenta corriente se situó en 32,2 mm de euros (alrededor del 0,4% del PIB de la zona del euro), frente a los 153,8 mm de euros registrados un año antes.

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

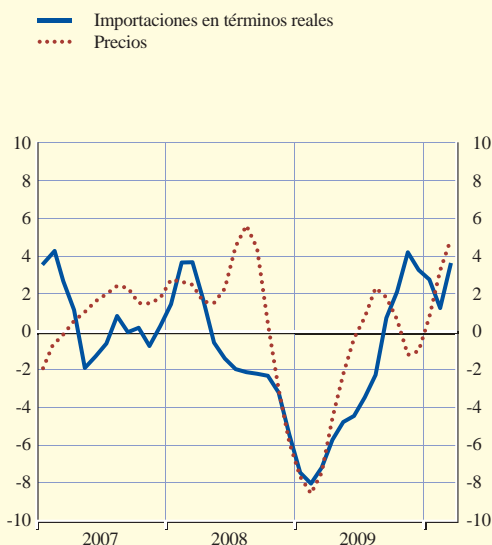
(tasas de variación intertrimestral; para la balanza de bienes, mm de euros; media móvil de tres meses; datos mensuales desestacionalizados y ajustados por días laborables)



Fuente: BCE.

Gráfico 37 Detalle de las importaciones procedentes de países de fuera de la zona del euro en términos reales y precios

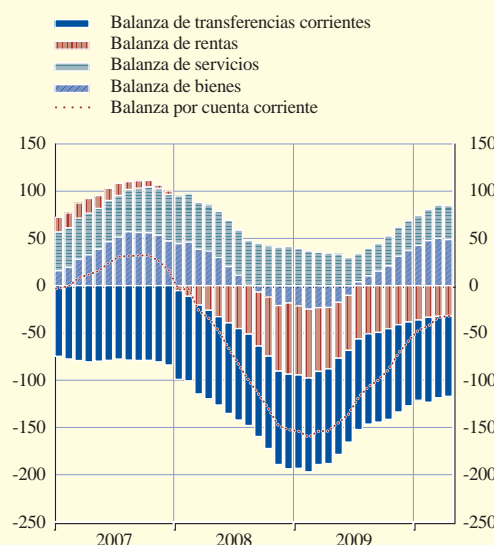
(tasas de variación intertrimestral; datos mensuales desestacionalizados)



Fuente: Eurostat.
Nota: La última observación se refiere a marzo de 2010.

Gráfico 38 Principales partidas de la balanza por cuenta corriente

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



Fuente: BCE.

De cara al futuro, los indicadores disponibles sugieren que las exportaciones de bienes de la zona del euro a países no pertenecientes a la zona seguirán aumentando en el corto plazo. No obstante, dado que la recuperación del comercio tiene en parte su origen en factores de carácter transitorio —como las políticas de estímulo fiscal y el ciclo de existencias— cabría esperar cierta pérdida de impulso a medida que se desvanezca el impacto de esos factores. De hecho, el índice de carteras de pedidos exteriores de la encuesta a directores de compras del sector manufacturero de la zona del euro se mantuvo muy por encima del umbral de 50 que separa la expansión de la contracción, aunque ha descendido ligeramente en los últimos meses.

CUENTA FINANCIERA

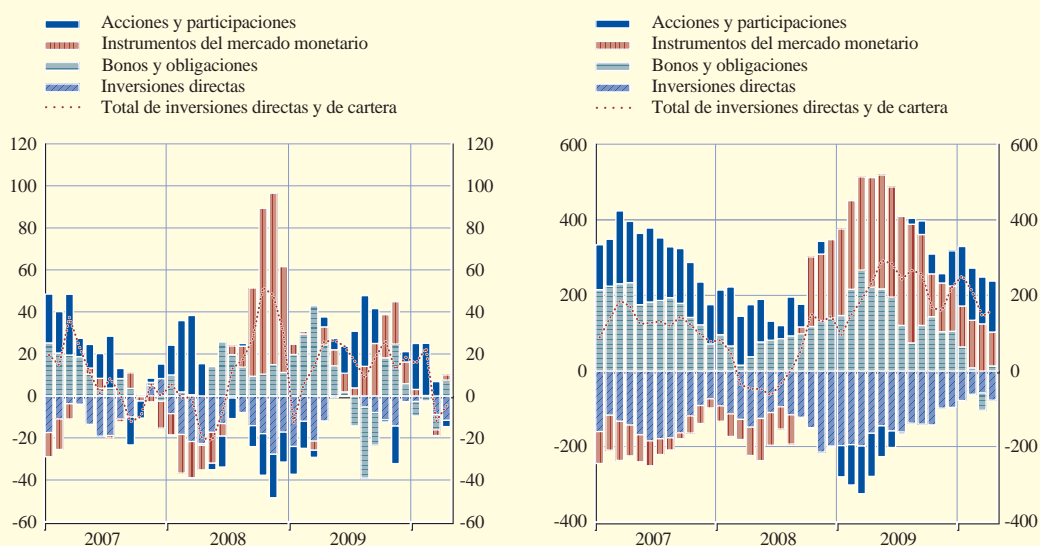
En los tres meses transcurridos hasta abril de 2010, el agregado de inversiones directas y de cartera registró, en promedio, salidas netas mensuales de 4,6 mm de euros, en comparación con unas entradas netas de 15,4 mm de euros en período de tres meses anterior (véase cuadro 7). Este cambio de signo fue resultado de dos factores: un descenso de las entradas netas de inversiones de cartera y un aumento de las salidas netas de inversiones directas, debido en particular al hecho de que las empresas de la zona del euro incrementaron sus préstamos vivos a filiales extranjeras.

La evolución de las inversiones de cartera en los tres meses transcurridos hasta abril de 2010 indica un resurgimiento de la aversión al riesgo entre los inversores internacionales, en un contexto de reaparición de las turbulencias en los mercados financieros y creciente preocupación por las dificultades económicas de algunos países periféricos de la zona del euro. Ello se ha traducido en una fuerte disminución de las inversiones netas de los no residentes en la zona del euro en acciones y participaciones de la zona en los tres meses transcurridos hasta abril de 2010 en comparación con el período de tres meses anterior. Al mismo tiempo, se registró un pronunciado aumento de las compras netas de bonos y obligaciones de la zona del euro por parte de no residentes, provocada, en cierta medida, por la mayor volatilidad observada en el mercado de bonos del Tesoro de Estados Unidos en abril.

Gráfico 39 Principales partidas de la cuenta financiera

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

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



Fuente: BCE.

Por lo que respecta a la evolución a más largo plazo, las entradas netas del agregado de inversiones directas y de cartera descendieron hasta situarse en 160,8 mm de euros en el período de doce meses transcurrido hasta abril de 2010, frente a los 232,7 mm de euros contabilizados en el mismo período un año antes. Este descenso estuvo determinado, principalmente, por la reducción de las entradas netas en las inversiones de cartera (véase cuadro 7). La desagregación de las inversiones de cartera por instrumentos indica que dicha reducción tuvo su origen, fundamentalmente, en una notable caída de las entradas netas de valores distintos de acciones, que contrarrestó con creces el cambio de signo, de salidas netas a entradas netas, que registró la inversión en acciones y participaciones (véase gráfico 39). Esta evolución es coherente con la tendencia observada en los últimos trimestres, que muestra un retorno de los inversores internacionales a los mercados de renta variable y la gradual reducción de las inversiones excepcionalmente altas en valores de renta fija a finales de 2008 y en los primeros meses de 2009, debido a factores asociados a la crisis financiera.