

# EVOLUCIÓN ECONÓMICA Y MONETARIA

## I ENTORNO EXTERIOR DE LA ZONA DEL EURO

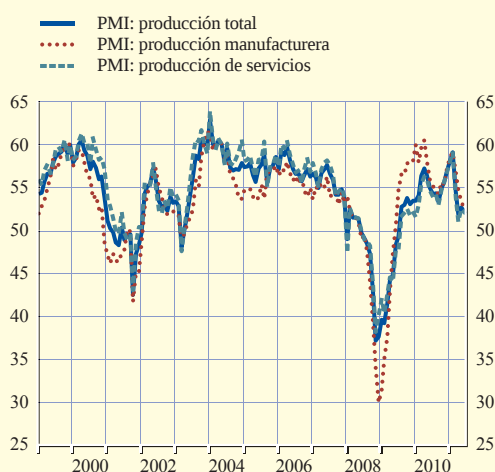
El crecimiento económico mundial ha experimentado una ligera desaceleración en los últimos meses, como consecuencia, principalmente, de diversos factores transitorios, como los elevados precios de las materias primas y las distorsiones en las cadenas de producción tras el desastre natural que sufrió Japón. A medida que se reduzca gradualmente el impacto de esos factores, la recuperación de la economía mundial, que está siendo más autosostenida desde finales del pasado año, probablemente volverá a cobrar impulso. No obstante, persisten las diferencias regionales con respecto a las posiciones cíclicas. El crecimiento sigue siendo más bien moderado en muchas economías avanzadas, mientras que la mayoría de las economías emergentes están funcionando casi a plena capacidad. La inflación general ha seguido aumentando a escala mundial, debido a los elevados precios de las materias primas, y las presiones inflacionistas son claramente más pronunciadas en las economías emergentes.

### I.1 EVOLUCIÓN DE LA ECONOMÍA MUNDIAL

El crecimiento económico mundial ha experimentado una ligera desaceleración en los últimos meses, como se refleja en la caída más reciente de los indicadores basados en las encuestas. En junio, el índice PMI global de producción de manufacturas y servicios registró otro ligero descenso para situarse en 52,2. Aunque este nivel sigue siendo superior al umbral que separa la expansión de la contracción, lo que sugiere que continúa el crecimiento económico mundial, la recuperación parece avanzar a un ritmo más lento que en el primer trimestre del año, cuando este indicador se situaba, en promedio, en 57,3. La evolución más reciente del índice apunta a una nueva desaceleración del crecimiento tanto en la industria manufacturera como en el sector servicios, que fue más bien generalizada en todos los países. El índice global de nuevos pedidos también se redujo hasta un nivel de 52 en junio, de lo que se deduce que también se ha moderado el crecimiento de las nuevas operaciones. En consonancia con la ralentización del ritmo de la actividad mundial, los indicadores basados en las encuestas y los datos más recientes sobre el comercio mundial de bienes en abril, también apuntaban a una desaceleración del crecimiento del comercio mundial en el segundo trimestre de este año.

Gráfico 1 PMI: producción mundial

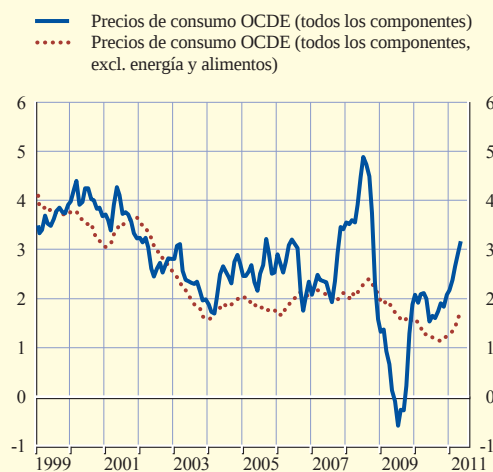
(índice de difusión; datos mensuales desestacionalizados)



Fuente: Markit.

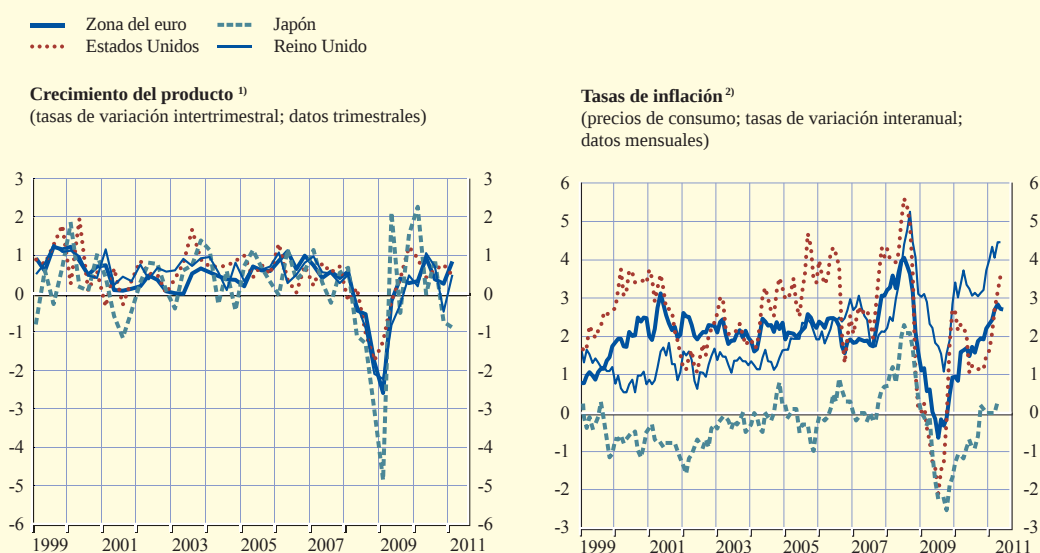
Gráfico 2 Evolución internacional de los precios

(datos mensuales; tasas de variación interanual)



Fuente: OCDE.

**Gráfico 3 Evolución del producto y de la inflación en las principales economías industrializadas**



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

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

Diversos factores transitorios han contribuido a la reciente desaceleración del crecimiento mundial. Concretamente, las repercusiones del gran terremoto que asoló la región oriental de Japón sobre las cadenas de producción, tanto nacionales como mundiales, así como el impacto negativo de los elevados precios de las materias primas sobre la renta real, han restringido la actividad mundial en los últimos meses. Sin embargo, al mismo tiempo, las distorsiones de las cadenas de producción han ido desapareciendo gradualmente, mientras que la reciente corrección de los precios de las materias primas ha aliviado el impacto de los anteriores incrementos sobre la demanda interna de los países importadores de este tipo de productos. Ello sugiere, a su vez, que se ha mantenido el principal impulso subyacente de la recuperación, que se ha tornado más autosostenida desde finales del pasado año.

Al mismo tiempo, persisten las diferencias regionales con respecto a las posiciones cíclicas. En muchas economías avanzadas, la necesidad de sanear aún más los balances del sector público y del sector privado, unida a la persistente debilidad de las condiciones del mercado de trabajo, sigue siendo un lastre para la recuperación. Esta situación contrasta con la que se observa en los mercados emergentes, que están funcionando casi a plena capacidad y, en algunos casos, incluso por encima de este nivel. Muchos de estos países se enfrentan, cada vez más, a tensiones en el mercado de trabajo, que se suman a las presiones inflacionistas y aumentan los riesgos de que se produzcan efectos de segunda vuelta.

La inflación general ha seguido aumentando a escala mundial, principalmente como consecuencia de los elevados precios de las materias primas, que se transmiten a la cadena de producción. No obstante, el índice PMI global de precios de los bienes intermedios más reciente descendió de nuevo como consecuencia del menor dinamismo de la actividad económica mundial y de la reciente corrección de los precios de las materias primas, situándose en 58,6 en junio de 2011. Con todo, dicho índice se mantiene en un nivel elevado. Esta evolución es coherente con el aumento de la inflación medida por los precios de consumo en los países de la OCDE, que ascendió al 3,2 % en el año transcurrido hasta mayo

de 2011, la tasa de inflación más elevada observada desde octubre de 2008. Excluidos la energía y los alimentos, la inflación en la OCDE también aumentó hasta el 1,7 %. Las presiones inflacionistas son claramente más pronunciadas en las economías emergentes en un contexto de crecientes restricciones de la capacidad productiva y debido a la mayor ponderación que tienen las materias primas en sus respectivas cestas de consumo.

### ESTADOS UNIDOS

En Estados Unido, la economía continúa su recuperación, aunque a un ritmo más lento que en el cuarto trimestre de 2010. La tercera estimación de la Oficina de Análisis Económico revisó la tasa de crecimiento del PIB real en el primer trimestre de 2011 ligeramente al alza, desde el 1,8 % hasta el 1,9 % en tasa interanual, lo que representa una desaceleración con respecto a la tasa de crecimiento del 3,1 % registrada en el último trimestre de 2010. También se revisó ligeramente la composición de las contribuciones al crecimiento en el primer trimestre. La desaceleración con respecto al trimestre anterior refleja un menor crecimiento del gasto en consumo personal, mientras que, en el caso de la inversión en estructuras, la ralentización es más acusada. Al mismo tiempo, la fuerte caída del gasto público es ligeramente más evidente. Además, tanto las importaciones como las exportaciones, aunque estas últimas en menor medida, se han revisado a la baja, lo que ha dado lugar a una contribución levemente positiva de la demanda exterior neta. En contraste con la menor contribución de la demanda interna y de la demanda exterior neta en el primer trimestre de 2011, el crecimiento del PIB se vio respaldado por una significativa contribución positiva de las existencias.

Por lo que respecta a la evolución de los precios, la inflación interanual medida por el IPC aumentó hasta el 3,6 % en mayo, desde el 3,2 % de abril. Este incremento tuvo su origen, principalmente, en un acusado y sostenido aumento de los precios de la energía del 21,5 %, una tasa no observada desde el segundo semestre de 2008. Excluidos la energía y los alimentos, la inflación interanual se elevó hasta el 1,5 % en mayo, desde el 1,3 % de abril. No obstante, la presión alcista de los precios de la energía sobre el IPC general está comenzando a moderarse, ya que los precios se redujeron en mayo con respecto al mes anterior. Al mismo tiempo, el aumento sostenido de la inflación subyacente sugiere que la transmisión de los costes seguirá impulsando al alza los precios a medida que avance la recuperación económica.

El 22 de junio de 2011, el Comité de Operaciones de Mercado Abierto de la Reserva Federal decidió mantener en una banda del 0 % al 0,25 % el objetivo fijado para el tipo de interés de los fondos federales. El Comité sigue previendo que la situación económica, incluidas las bajas tasas de utilización de los recursos, la moderada tendencia de la inflación y la estabilidad de las perspectivas de inflación, probablemente justifique que el tipo de interés de los fondos federales se mantenga en niveles excepcionalmente bajos durante un período prolongado. También se comunicó que la Reserva Federal concluirá para finales de junio, su plan de adquisiciones de valores del Tesoro a más largo plazo, por importe de 600 millones de dólares estadounidenses, y que mantendrá su política actual de reinvertir los pagos del principal de sus tenencias de valores.

### JAPÓN

En Japón, los datos publicados recientemente muestran que la actividad económica ha comenzado a recuperarse de los devastadores efectos del gran terremoto que asoló la región oriental del país. En mayo, la producción industrial creció un 5,7 % en tasa intermensual, tras el aumento relativamente suave registrado en abril y una caída histórica del 15,5 % en marzo, lo que apunta a una gradual moderación de las restricciones de oferta. En particular, la producción de equipo de transporte, que se vio gravemente afectada por los recientes sucesos, repuntó de forma significativa en mayo, creciendo un 36,4 % con respecto al mes anterior. Al mismo tiempo, las exportaciones de bienes crecieron, en términos reales, un

4,7 %, en tasa intermensual, en mayo, tras dos caídas mensuales consecutivas, mientras que las importaciones de bienes se incrementaron un 3,4 %. Además, la confianza empresarial y de los consumidores siguió dando señales de mejora. Tras un deterioro históricamente grande en abril, la encuesta Tankan de Reuters mostró, en junio, una mejora del clima empresarial entre las grandes empresas manufactureras por segundo mes consecutivo.

Por lo que respecta a la evolución de los precios, la inflación interanual medida por el IPC se situó en el 0,3 % en mayo, el mismo nivel que en el mes anterior. Excluidos los alimentos frescos, la tasa se mantuvo en el 0,6 % en mayo, mientras que, excluidos los alimentos frescos y la energía, se elevó hasta el 0,1 % (desde el -0,1 % del mes anterior).

En su última reunión sobre política monetaria, celebrada el 14 de junio de 2011, el Banco de Japón decidió mantener sin variación, entre el 0,0 % y el 0,1 %, el objetivo fijado para los tipos de interés de los préstamos a un día sin garantía. Además, anunció una nueva línea de crédito por importe de 500 mm de yenes japoneses para inversiones en valores de renta variable y préstamos basados en activos a fin de potenciar la «Medida de provisión de fondos para respaldar el fortalecimiento de los pilares del crecimiento económico» introducida en junio de 2010.

#### REINO UNIDO

En el Reino Unido, la actividad económica siguió siendo moderada. Tras un crecimiento del PIB real del 0,5 % en el primer trimestre de 2011, la mayoría de los indicadores mensuales sugieren cierta atonía en el segundo trimestre. La producción industrial se redujo en abril, la mayor parte de los indicadores basados en encuestas de opinión mostraron un deterioro en mayo y los datos sobre el consumo de los hogares fueron relativamente débiles. De cara al futuro, las medidas de estímulo monetario, la demanda externa y la anterior depreciación de la libra esterlina deberían respaldar la actividad económica. No obstante, se prevé que el crecimiento de la demanda interna seguirá estando limitado por las restrictivas condiciones de concesión de crédito, el ajuste de los balances de los hogares y la necesidad de sustanciales restricciones presupuestarias.

La inflación interanual, medida por el IPC ha aumentado en los últimos meses y se situaba en el 4,5 % en mayo de 2011, sin variación con respecto al mes anterior. El aumento de la inflación de los precios de los alimentos supuso una fuerte contribución positiva a la inflación medida por el IPC en mayo, mientras que la inflación subyacente (inflación medida por el IPC, excluidos la energía y los alimentos no elaborados) se redujo hasta el 3,9 %, desde el 4,1 % de abril. De cara al futuro, la gradual desaparición de determinados factores transitorios (alza de precios de las materias primas, efectos retardados de la depreciación de la libra esterlina y aumento del tipo impositivo del IVA en enero de 2011), así como la capacidad productiva sin utilizar, contribuirán a atenuar las presiones inflacionistas. No hay señales evidentes de que las expectativas de inflación a más largo plazo dejen de estar ancladas y las presiones salariales han seguido siendo moderadas. En los últimos trimestres, el Comité de Política Monetaria del Bank of England ha mantenido en el 0,5 % el tipo de interés oficial al que se remuneran las reservas de las entidades de crédito. También ha seguido votando a favor de mantener el volumen de compras de activos financiadas mediante la emisión de reservas del banco central en 200 mm de libras esterlinas.

#### CHINA

En China, el crecimiento económico siguió moderándose gradualmente en mayo, en consonancia con las medidas de política adoptadas para contener las presiones inflacionistas y el recalentamiento de la economía. La demanda interna ha mantenido su fortaleza desde comienzos del año, impulsada princi-

palmente por la sólida inversión en activos fijos y la sostenida actividad en la construcción. La balanza de bienes registró un superávit de 13 mm de dólares estadounidenses en mayo, tras contabilizar un pequeño déficit en el primer trimestre del año. La inflación interanual, medida por el IPC, alcanzó un nivel del 5,5 % en mayo, frente al 5,3 % de abril, el ritmo de aumento más rápido registrado en casi tres años. Los precios de los alimentos siguieron siendo el principal factor determinante de la inflación medida por el IPC, con un incremento del 11,7 %, en tasa interanual, en mayo, frente al 11,5 % de abril. Excluido el componente alimenticio, la inflación medida por el IPC también aumentó hasta el 2,9 %, desde el 2,7 % de abril. En el recuadro 1 se analiza la evolución de las importaciones de la zona del euro provenientes de China. El crecimiento de los nuevos préstamos y de M2 se redujo aún más en mayo, lo que demuestra que las medidas de endurecimiento monetario están surtiendo efecto. Concretamente, en junio, el Banco Central de la República Popular China elevó por sexta vez en lo que va de año el coeficiente de reservas, que, con efectos a partir del 20 de junio de 2011, se sitúa en el 21,5 % para los grandes bancos.

#### Recuadro 1

##### ¿ESTÁN LOS RECIENTES INCREMENTOS SALARIALES EN CHINA EJERCIENDO PRESIONES AL ALZA SOBRE LOS PRECIOS DE IMPORTACIÓN DE LA ZONA DEL EURO?

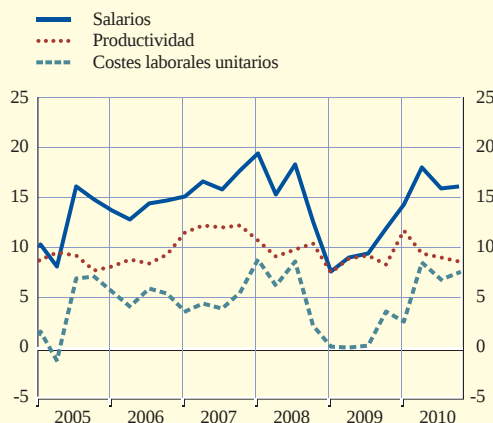
En el segundo semestre de 2010, los precios de las manufacturas que la zona del euro importa de China aumentaron un 13 %, en tasa interanual y medidos en euros, lo que representa casi el doble de la tasa de incremento total de los precios de importación de manufacturas de la zona. Como resultado, tras muchos años de presiones a la baja sobre los precios de importación de la zona del euro, las exportaciones de China a la zona contribuyeron positivamente (1 punto porcentual) al aumento total del 8 % que registraron los precios de importación de manufacturas en la zona del euro en el segundo semestre de 2010. A continuación, se presentan los factores determinantes de la evolución de los precios de las importaciones de la zona procedentes de China y se analizan las perspectivas de cara al futuro.

El reciente aumento de precios de las exportaciones chinas se produjo en paralelo con un incremento de los costes laborales de las manufacturas chinas. No obstante, en estos momentos no hay evidencia empírica convincente que sugiera que los salarios reales en China vayan a aumentar muy por encima del crecimiento de la productividad. Aunque la tasa de crecimiento de los costes laborales unitarios de las manufacturas había repuntado hasta casi el 8 % hacia finales de 2010, ello podría ser reflejo de la posición cíclica más sólida de la economía. Además, actualmente la tasa de crecimiento de los costes laborales unitarios se mantiene en línea con la evolución histórica y se sitúa en un nivel próximo al registrado antes de la crisis (véase gráfico A).

Históricamente, los incrementos de los precios de exportación de las manufacturas chinas, expresados en euros, han guardado una correlación más estrecha con las fluctuaciones del tipo de cambio bilateral del euro frente al renminbi que con las variaciones de los costes laborales unitarios (véase gráfico B). Por ejemplo, la subida de precios de las exportaciones chinas en el primer semestre de 2010 se produjo en paralelo con una apreciación del renminbi frente al euro del 21 %. Esta fuerte correlación positiva entre los precios de exportación de China y el tipo de cambio entre las dos monedas podría deberse al hecho de que se estima que el grueso de las exportaciones de China a la zona

**Gráfico A China: salarios, productividad y costes laborales unitarios del sector manufacturero**

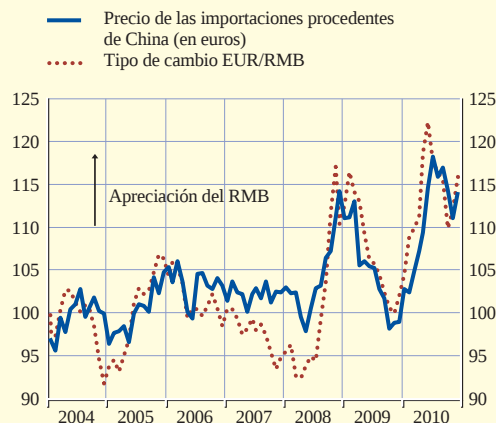
(tasas de variación interanual)



Fuentes: CEIC, cálculos de los expertos del BCE.  
Nota: La última observación corresponde al cuarto trimestre de 2010.

**Gráfico B Precio de las importaciones de la zona del euro procedentes de China y tipo de cambio EUR/RMB**

(2005 = 100)



Fuente: Eurostat.  
Nota: La última observación corresponde a diciembre de 2010.

del euro se facturan en dólares estadounidenses y que los precios son rígidos a corto plazo, como resultado de la revisión periódica de los contratos. Dado que las fluctuaciones del tipo de cambio entre el euro y el renminbi son, principalmente, un reflejo de los movimientos del dólar estadounidense frente al euro, puede afirmarse que los precios de las exportaciones chinas, aunque no hayan variado en términos de dólares, sí han fluctuado medidos en euros.

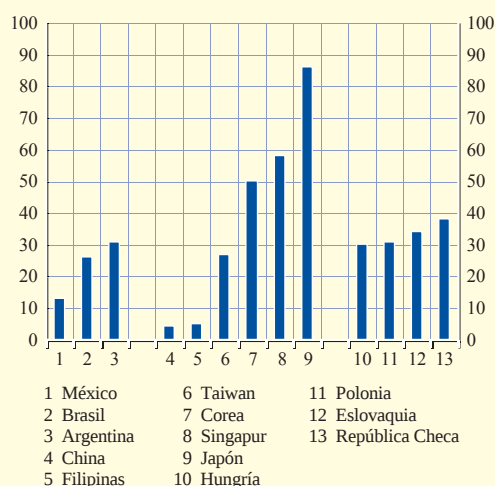
De cara al futuro, se prevé que China siga siendo un país con costes bajos durante un período prolongado. Si bien se espera que la oferta de trabajadores jóvenes, que son los más propensos a emigrar, disminuya en los próximos años, la reducción de las barreras que dificultan la migración y la deslocalización de la producción hacia las provincias del interior debería ayudar a las empresas manufactureras chinas a utilizar mano de obra rural barata durante un período más prolongado. Y lo que es incluso más importante, la proporción de trabajadores chinos en el sector agrícola es todavía muy elevada, rondando el 40 %, de lo que se deduce que podría haber un margen de maniobra notable para reestructurar el factor trabajo y aumentar la productividad en China.

No obstante, incluso si el mercado de trabajo se torna más tenso y aumentan las presiones salariales, se prevé que la ventaja de China en términos de costes sólo se reducirá gradualmente. La actualización más reciente de las estadísticas de costes laborales internacionales, realizada por el Bureau of Labor Statistics de Estados Unidos indica que la remuneración por hora trabajada en el sector manufacturero en China asciende solo a un 4 % del nivel de Estados Unidos (véase gráfico C). China registra los salarios más bajos de los 35 países que comprende el análisis, situándose ligeramente por debajo del nivel de Filipinas, en un tercio del de México y en un octavo del de los países de Europa del Este. Si bien estas cifras reflejan, en parte, los diferenciales de productividad, también sugieren que las manufacturas chinas son muy competitivas en términos de precios. Como resultado, los bienes producidos en China siguen vendiéndose a notable descuento en los mercados europeos en comparación con los de otros competidores. Los expertos del BCE estiman la ventaja, en términos de precios, de los productos de exportación chinos en torno al 30 % (véase gráfico D). Dado que, en

promedio, los bienes producidos en China son más baratos que los importados de otros países no pertenecientes a la zona del euro, el aumento de la cuota de importaciones de origen chino en los mercados de la zona del euro tendrá un impacto a la baja en los precios de importación de la zona (lo que se denomina «efecto de cuota»). Como resultado, incluso si los salarios chinos convergen más rápidamente con los de otras economías más avanzadas, el impacto en el corto a medio plazo sobre los precios de importación de la zona del euro podría ser limitado, a condición de que la participación de China en las importaciones de la zona siga creciendo.

**Gráfico C Nivel relativo de los salarios en China en 2008**

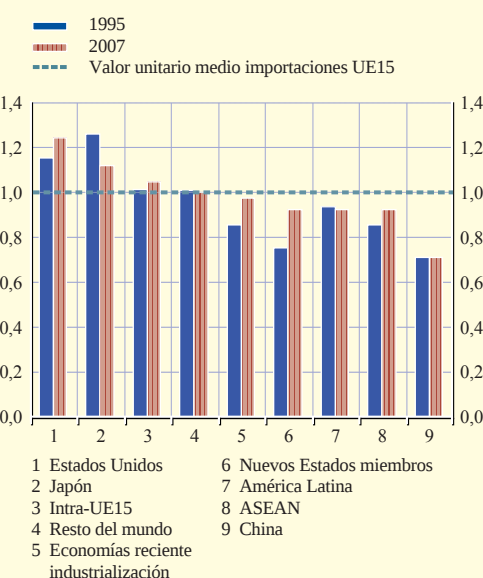
(remuneración por hora trabajada en el sector manufacturero; Estados Unidos = 100)



Fuente: Bureau of Labor Statistics, Estados Unidos.

**Gráfico D Valores unitarios relativos de las importaciones de manufacturas de la UE15 por país de origen**

(en relación con el valor unitario medio de las importaciones de la UE15)



Fuentes: G. Pula y D. Santabábara «Is China climbing up the technology ladder», *Working Paper Series*, n.º 1310, BCE, 2011.

Nota: Los valores unitarios relativos se calculan al nivel de productos de 8 dígitos de la CN y se agregan por ponderaciones basadas en las exportaciones de los países. El valor unitario relativo se calcula como el valor unitario de un producto dado procedente de un país dado dividido por el valor unitario medio de ese producto en todos los países de origen de las importaciones.

## 1.2 MERCADOS DE MATERIAS PRIMAS

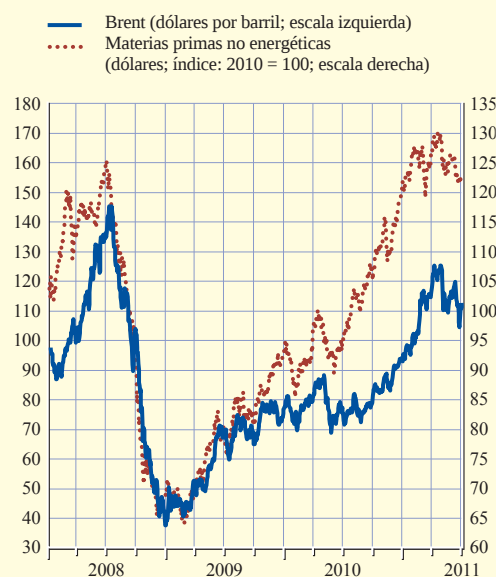
Los precios del petróleo descendieron en junio. El precio del barril de Brent se situaba, el 6 de julio, en 112,8 dólares estadounidenses, es decir, todavía un 21 % por encima del nivel de comienzos de año, pero un 3,3 % por debajo del registrado a principios de junio (véase gráfico 4). De cara al futuro, los participantes en los mercados prevén que los precios del petróleo sean ligeramente más altos en el medio plazo; por su parte, los futuros con entrega en diciembre de 2012 se negocian actualmente en torno a 113,2 dólares estadounidenses el barril.

El descenso de los precios se produjo tras la decisión de la Agencia Internacional de la Energía de liberar 60 millones de barriles de las reservas estratégicas de los países miembros, a un ritmo de 2 millones

de barriles diarios. La decisión se adoptó en un contexto de persistentes tensiones en el equilibrio de la oferta y la demanda, que tuvieron su origen en las restricciones de la oferta asociadas con la actual situación de conflicto en Libia, y que se vieron exacerbadas por la fuerte demanda de las economías emergentes.

Los precios de las materias primas no energéticas también descendieron durante el mes de junio. En el caso de los alimentos, el descenso de los precios se produjo en respuesta a los datos positivos respecto a las cosechas de 2011. Los precios de los metales también registraron una moderación por la inquietud respecto a las perspectivas macroeconómicas mundiales. En cifras agregadas, el índice de precios de las materias primas no energéticas (denominado en dólares estadounidenses) se situaba, hacia finales de junio, un 0,1 % por debajo del nivel observado a comienzos del año.

**Gráfico 4 Evolución de los precios de las materias primas**



Fuentes: Bloomberg y HWWI.

### 1.3 TIPOS DE CAMBIO

Desde abril hasta comienzos de julio, el tipo de cambio efectivo nominal del euro, medido frente a las monedas de 20 de los socios comerciales más importantes de la zona del euro, experimentó fluctuaciones más bien amplias. El 6 de julio, el tipo de cambio efectivo nominal del euro se situaba en un nivel próximo al registrado a finales de marzo de 2011 y un 1,1 % por encima de la media de 2010 (véase gráfico 5).

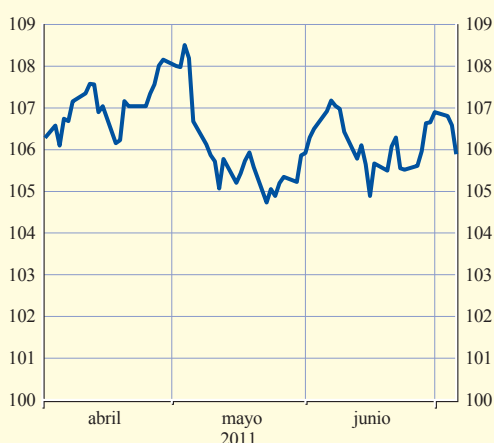
En términos bilaterales, en los tres últimos meses la evolución del tipo de cambio efectivo nominal fue el resultado de movimientos, en parte compensatorios, frente a la mayoría de las principales monedas. Entre el 31 de marzo y el 6 de julio de 2011, el euro se apreció un 1,8 % frente a la corona sueca, un 1,3 % frente a la libra esterlina y un 0,8 % frente al dólar estadounidense. Por el contrario, se depreció significativamente frente al franco suizo (7,3 %) y frente al yen japonés (1,3 %) (véase cuadro 1). La apreciación del euro frente al dólar estadounidense no correspondió a una apreciación similar frente al renminbi chino, ya que este se apreció más de un 1 % frente al dólar estadounidense. La volatilidad, medida a partir de los precios de las opciones sobre tipos de cambio, aumentó significativamente durante el período considerado, especialmente en los pares de monedas euro/dólar estadounidense y euro/franco suizo.

Entre el 31 de marzo y el 6 de julio de 2011, 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. El lats letón cotizó en niveles próximos a la zona débil de la banda de fluctuación de  $\pm 1$  %, establecida unilateralmente.

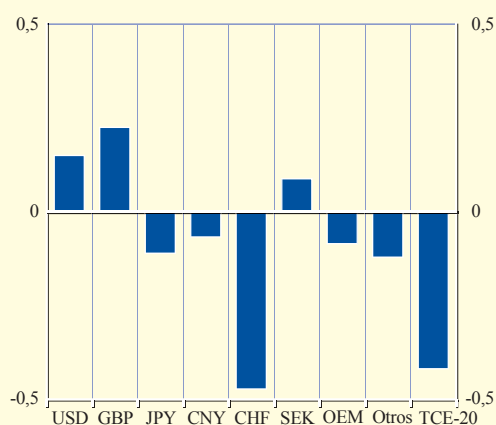
**Gráfico 5 Tipo de cambio efectivo del euro (TCE-20) y sus componentes<sup>1)</sup>**

(datos diarios)

Índice: I 1999 = 100



**Contribuciones a las variaciones del TCE-20<sup>2)</sup>**  
Del 31 de marzo al 6 de julio de 2011  
(en puntos porcentuales)



Fuente: BCE.

1) Un aumento del índice supone una apreciación del euro frente a las monedas de 20 de los socios comerciales más importantes de la zona del euro (incluidos todos los Estados miembros de la UE que no pertenecen a la zona del euro).

2) Se muestran las contribuciones a las variaciones del TCE-20 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 libra esterlina y la corona sueca). La categoría «Otros» se refiere a la contribución agregada al índice TCE-20 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.

**Cuadro I Evolución del tipo de cambio del euro<sup>1)</sup>**

(datos diarios; unidades de moneda nacional por euro; tasas de variación)

|                      | Ponderación<br>en el TCE-20 | Nivel a<br>6 de julio de 2011 | Apreciación (+)/depreciación (-) del euro a 6 de julio de 2011 |                    |                                      |
|----------------------|-----------------------------|-------------------------------|----------------------------------------------------------------|--------------------|--------------------------------------|
|                      |                             |                               | desde:                                                         |                    | en comparación con:<br>media de 2010 |
|                      |                             |                               | 31 de marzo<br>de 2011                                         | 1 de enero de 2010 |                                      |
| Dólar estadounidense | 19,4                        | 1,43                          | 0,8                                                            | -0,5               | 8,0                                  |
| Libra esterlina      | 17,8                        | 0,895                         | 1,3                                                            | 0,4                | 4,3                                  |
| Renminbi chino       | 13,6                        | 9,26                          | -0,5                                                           | -5,7               | 3,2                                  |
| Yen japonés          | 8,3                         | 116,0                         | -1,3                                                           | -13,2              | -0,2                                 |
| Franco suizo         | 6,4                         | 1,21                          | -7,3                                                           | -18,9              | -12,6                                |
| Zloty polaco         | 4,9                         | 3,95                          | -1,4                                                           | -3,6               | -1,0                                 |
| Corona sueca         | 4,1                         | 9,09                          | 1,8                                                            | -10,8              | -4,7                                 |
| Corona checa         | 3,9                         | 24,27                         | -1,1                                                           | -7,7               | -4,0                                 |
| Won coreano          | 3,1                         | 1.522,70                      | -2,0                                                           | -8,4               | -0,6                                 |
| Forint húngaro       |                             | 265,06                        | -0,2                                                           | -1,8               | -3,8                                 |
| TCEN <sup>2)</sup>   |                             | 105,9                         | -0,4                                                           | -5,3               | 1,1                                  |

Fuente: BCE.

1) Tipos de cambio bilaterales en orden descendente basados en las ponderaciones por el comercio de las monedas correspondientes en el índice TCE-20.

2) Tipo de cambio efectivo nominal del euro frente a las monedas de 20 de los socios comerciales más importantes de la zona del euro (TCE-20).

## I.4 PERSPECTIVAS DEL ENTORNO EXTERIOR

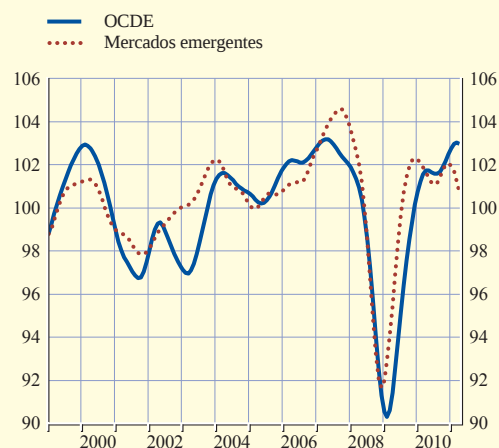
De cara al futuro, a medida que se reduce la influencia de los factores transitorios restrictivos de la actividad económica mundial en el segundo trimestre de 2011, el crecimiento económico mundial podría experimentar un repunte en el segundo semestre del año. En consonancia con las tendencias actuales, el indicador sintético adelantado de la OCDE correspondiente a abril sugería una suave pérdida de impulso

del crecimiento en la mayoría de las principales economías. No obstante, desde finales del pasado año, la recuperación subyacente se ha afianzado en mayor medida y se prevé que las perspectivas de la economía mundial sigan siendo positivas. En particular, las perspectivas de crecimiento de los mercados emergentes continúan siendo dinámicas, pese a los esfuerzos por aplicar políticas monetarias y fiscales más restrictivas en esos países. Al mismo tiempo, se prevé que las secuelas de la crisis financiera seguirán siendo un lastre para la recuperación, lo que afectará negativamente a las perspectivas de una rápida mejora de la situación de los mercados de trabajo, especialmente en algunas de las principales economías avanzadas. Además, las políticas necesarias para reencauzar la situación presupuestaria en las principales economías avanzadas por una senda sostenible puede limitar el crecimiento en el corto plazo.

Los riesgos para estas perspectivas económicas siguen estando, en general, equilibrados en un entorno de fuerte incertidumbre. Por un lado, el crecimiento mundial podría repuntar con más fuerza de lo esperado. Por otro lado, los riesgos a la baja guardan relación con las tensiones que aún persisten en algunos segmentos de los mercados financieros, con los nuevos aumentos de los precios de la energía, las presiones proteccionistas y la posibilidad de que se produzca una corrección desordenada de los desequilibrios mundiales.

**Gráfico 6 Indicadores sintéticos adelantados de la OCDE**

(datos mensuales; ajustados a la amplitud del ciclo)



Fuente: OCDE.

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

## 2 EVOLUCIÓN MONETARIA Y FINANCIERA

### 2.1 DINERO Y CRÉDITO DE LAS IFM

La tasa de crecimiento interanual de M3 registró un aumento en mayo de 2011, mientras que la de los préstamos concedidos por las IFM al sector privado se mantuvo prácticamente invariable. En general, haciendo abstracción de la evolución a corto plazo, los datos más recientes siguen apuntando a una recuperación gradual de la dinámica monetaria, aunque el crecimiento sigue siendo moderado. Por consiguiente, las presiones inflacionistas derivadas del crecimiento monetario están contenidas actualmente. Al mismo tiempo, la liquidez monetaria acumulada antes del período de tensiones financieras continúa siendo abundante, pese a cierto ajuste a la baja. La reversión de este exceso de liquidez puede contribuir a acomodar las presiones inflacionistas sobre los precios de los activos y los precios de consumo en la zona del euro.

#### EL AGREGADO MONETARIO AMPLIO M3

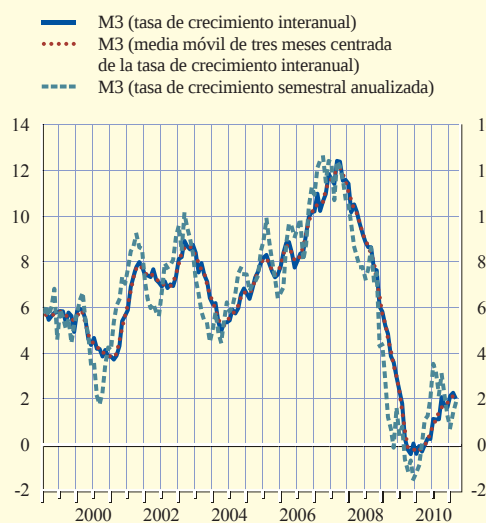
La tasa de crecimiento interanual de M3 aumentó hasta situarse en el 2,4 % en mayo de 2011, desde el 2 % de abril (véase gráfico 7). Esta evolución tuvo su origen en la fortaleza de la tasa de crecimiento intermensual de M3, que alcanzó el 0,5 % en mayo, tras haber sido de cero en abril. Al mismo tiempo, más de tres cuartas partes del incremento intermensual de mayo fueron atribuibles a los considerables flujos de entrada registrados en las cesiones temporales. A su vez, estos flujos se debieron íntegramente a las operaciones interbancarias de préstamos con garantías realizadas a través de entidades de contrapartida central (ECC), que forman parte del sector tenedor de dinero. Los aumentos observados recientemente en la volatilidad de estas operaciones en términos intermensuales han generado cierta volatilidad en la tasa de crecimiento interanual de M3. Sin embargo, esto no ha influido en la valoración general de que el crecimiento monetario se está fortaleciendo gradualmente, aunque sigue siendo moderado.

Por lo que respecta a los componentes, la tasa de crecimiento interanual de M1 continuó descendiendo en mayo, mientras que la de los otros depósitos a corto plazo (es decir, M2 menos M1) aumentó de nuevo. Esta evolución continúa reflejando, en gran medida, el proceso de sustitución que se está produciendo dentro de M3 y que está vinculado al incremento gradual de la remuneración de los depósitos a corto plazo y de los depósitos de ahorro observado en los últimos meses. Estos aumentos han provocado desplazamientos desde los depósitos a la vista hacia depósitos mejor remunerados incluidos en M3.

En cuanto a las contrapartidas, la tasa de crecimiento interanual de los préstamos concedidos por las IFM al sector privado experimentó un ligero aumento en mayo. Las tasas de crecimiento interanual de los préstamos concedidos a las sociedades no financieras y a los hogares prácticamente no se modificaron con respecto al mes precedente.

Gráfico 7 Crecimiento de M3

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



Fuente: BCE.

Los principales activos que mantienen las IFM (excluido el Eurosistema) de la zona del euro aumentaron en mayo, después de dos meses consecutivos de disminución en términos intermensuales. Esta evolución tuvo su origen principalmente en los incrementos de los activos exteriores y de los préstamos al sector privado que, en el caso de estos últimos, es atribuible a un aumento de las operaciones interbancarias de préstamos con garantías realizadas a través de entidades de contrapartida central, ya que este incremento quedó reflejado en una reducción de los préstamos directos entre IFM. Si se considera el período comprendido entre marzo y mayo en su conjunto, los principales activos de las IFM (excluido el Eurosistema) disminuyeron, en general, reflejando el elevado grado de volatilidad observado en estos activos en los últimos meses.

### PRINCIPALES COMPONENTES DE M3

La tasa de crecimiento interanual del agregado monetario estrecho M1 continuó disminuyendo en mayo, mientras que la de los otros depósitos a corto plazo aumentó de nuevo y la de los instrumentos negociables (esto es, M3 menos M2) pasó a ser considerablemente positiva. Actualmente, el componente que más contribuye a la tasa de crecimiento interanual de M3 son los depósitos a corto plazo, mientras que el fortalecimiento observado en el crecimiento de M3 en mayo quedó reflejado en un incremento de la contribución de los instrumentos negociables.

La tasa de crecimiento interanual de M1 se redujo sustancialmente en mayo y se situó en el 1,2%, desde el 1,6% de abril. Este descenso tiene su origen en los flujos de salida por importe de 17 mm de euros registrados en los depósitos a la vista, que principalmente fueron atribuibles a las sociedades no financieras y a los intermediarios financieros no monetarios.

En cambio, la tasa de crecimiento interanual de los depósitos a corto plazo distintos de los depósitos a la vista aumentó de manera acusada y se situó en el 3,9% en mayo, desde el 3,3% del mes precedente. Este incremento se debió a los considerables flujos de entrada registrados tanto en los depósitos de ahorro a corto plazo como en los depósitos a corto plazo. Estas persistentes entradas se produjeron en el contexto de una nueva ampliación del diferencial entre la remuneración de los depósitos a la vista y la de otros depósitos a corto plazo, lo que dio lugar a efectos de sustitución dentro de M3.

La tasa de crecimiento interanual de los instrumentos negociables aumentó sustancialmente en mayo, hasta el 2,7%, desde el -0,8% de abril, situándose claramente en cotas positivas y en el nivel más elevado desde diciembre de 2008. No obstante, la totalidad de este incremento tuvo su origen en las operaciones interbancarias anteriormente mencionadas canalizadas a través de ECC. Estas operaciones compensaron con creces la considerable disminución registrada en las cesiones temporales con otras entidades de contrapartida, las continuadas ventas netas de participaciones en fondos del mercado monetario por parte del sector privado y los reducidos flujos de salida observados en los valores distintos de acciones a corto plazo de las IFM.

La tasa de crecimiento interanual de los depósitos de M3, que incluyen los depósitos a corto plazo y las cesiones temporales, y que constituyen el agregado monetario más amplio para el que se dispone de un detalle puntual por sectores, aumentó hasta situarse en el 3,4% en mayo, desde el 3% de abril. Este repunte fue consecuencia de la evolución de las tenencias de depósitos de M3 por parte de los OIF (es decir, los intermediarios financieros no monetarios distintos de las empresas de seguros y fondos de pensiones) y de las sociedades no financieras. No obstante, en el caso de estas últimas, el incremento observado en la tasa de crecimiento interanual es atribuible a un efecto de base, ya que este sector registró salidas significativas, en términos intermensuales, que tuvieron origen en su totalidad en los depósitos a la vista. La tasa de crecimiento interanual de los depósitos de M3 en manos de los hogares no se modificó, pese a que se produjeron unas entradas mensuales considerables.

## PRINCIPALES CONTRAPARTIDAS DE M3

En cuanto a las contrapartidas de M3, la tasa de crecimiento interanual del crédito concedido por las IFM a residentes en la zona del euro se situó en el 3,1 % en mayo, frente al 3,2 % de abril (véase cuadro 2). Esta evolución fue resultado de un nuevo y significativo descenso de la tasa de crecimiento interanual del crédito concedido a las Administraciones Públicas y de un ligero aumento de la tasa de crecimiento interanual del crédito otorgado al sector privado.

La reducción del crecimiento del crédito concedido a las Administraciones Públicas oculta una evolución divergente de los préstamos (cuya tasa de crecimiento interanual volvió a experimentar un acusado descenso) y de los valores distintos de acciones (con una tasa que aumentó ligeramente). Esta dinámica se debe, en gran parte, a la sustitución de préstamos por valores públicos. No obstante, la tasa de crecimiento interanual del crédito otorgado a este sector sigue siendo elevada, reflejando, en gran medida, el impacto de la financiación de anteriores transferencias de activos a estructuras de «bancos malos» clasificadas como parte del sector público, que seguirá siendo evidente en las tasas de crecimiento interanual hasta septiembre de 2011.

**Cuadro 2 Cuadro resumen de variables monetarias**

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

|                                                                                | Saldo vivo<br>en porcentaje<br>de M3 <sup>1)</sup> | Tasas de crecimiento interanual |             |             |            |             |             |
|--------------------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------|---------------------------------|-------------|-------------|------------|-------------|-------------|
|                                                                                |                                                    | 2010<br>II                      | 2010<br>III | 2010<br>IV  | 2011<br>I  | 2011<br>Abr | 2011<br>May |
| <b>M1</b>                                                                      | <b>48,6</b>                                        | <b>10,3</b>                     | <b>7,9</b>  | <b>4,9</b>  | <b>3,2</b> | <b>1,6</b>  | <b>1,2</b>  |
| Efectivo en circulación                                                        | 8,4                                                | 6,4                             | 6,5         | 5,6         | 4,9        | 4,3         | 4,4         |
| Depósitos a la vista                                                           | 40,2                                               | 11,2                            | 8,1         | 4,8         | 2,9        | 1,1         | 0,5         |
| <b>M2 - M1 (= otros depósitos a corto plazo)</b>                               | <b>39,3</b>                                        | <b>-8,0</b>                     | <b>-5,1</b> | <b>-1,1</b> | <b>1,4</b> | <b>3,3</b>  | <b>3,9</b>  |
| Depósitos a plazo hasta dos años                                               | 19,2                                               | -21,4                           | -16,2       | -8,7        | -2,7       | 2,3         | 3,2         |
| Depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses                            | 20,0                                               | 10,3                            | 8,4         | 7,2         | 5,4        | 4,3         | 4,6         |
| <b>M2</b>                                                                      | <b>87,9</b>                                        | <b>1,5</b>                      | <b>1,8</b>  | <b>2,2</b>  | <b>2,4</b> | <b>2,4</b>  | <b>2,4</b>  |
| M3 - M2 (= instrumentos negociables)                                           | 12,1                                               | -9,8                            | -6,5        | -3,0        | -1,6       | -0,8        | 2,7         |
| <b>M3</b>                                                                      | <b>100,0</b>                                       | <b>-0,1</b>                     | <b>0,7</b>  | <b>1,5</b>  | <b>1,9</b> | <b>2,0</b>  | <b>2,4</b>  |
| <b>Crédito a residentes en la zona del euro</b>                                |                                                    | <b>1,8</b>                      | <b>2,1</b>  | <b>3,3</b>  | <b>3,7</b> | <b>3,2</b>  | <b>3,1</b>  |
| Crédito a las Administraciones Públicas                                        |                                                    | 9,2                             | 7,8         | 11,8        | 10,9       | 7,4         | 6,2         |
| Préstamos a las Administraciones Públicas                                      |                                                    | 6,7                             | 6,5         | 15,5        | 17,8       | 12,7        | 9,0         |
| Crédito al sector privado                                                      |                                                    | 0,2                             | 0,8         | 1,5         | 2,0        | 2,3         | 2,4         |
| Préstamos al sector privado                                                    |                                                    | 0,2                             | 0,9         | 1,7         | 2,4        | 2,6         | 2,7         |
| Préstamos al sector privado ajustados de ventas y titulizaciones <sup>2)</sup> |                                                    | 0,4                             | 1,2         | 2,2         | 2,8        | 2,8         | 2,9         |
| <b>Pasivos financieros a más largo plazo (excluidos capital y reservas)</b>    |                                                    | <b>4,5</b>                      | <b>2,6</b>  | <b>2,7</b>  | <b>2,8</b> | <b>3,1</b>  | <b>3,5</b>  |

Fuente: BCE.

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

2) Ajustados de préstamos dados de baja del balance estadístico de las IFM por venta o titulización.

La tasa de crecimiento interanual del crédito otorgado al sector privado de la zona del euro experimentó un ligero aumento y se situó en el 2,4 % en mayo, desde el 2,3 % del mes precedente, como consecuencia de los leves incrementos de las tasas de crecimiento interanual de sus dos principales componentes, los préstamos al sector privado y los valores distintos de acciones. En los primeros se registraron elevados flujos mensuales de entrada, aunque las operaciones interbancarias realizadas a través de ECC representaron aproximadamente la mitad de dichas entradas.

Las tasas de crecimiento interanual de i) los préstamos concedidos por las IFM a las sociedades no financieras ajustados de ventas y titulizaciones de préstamos, y ii) los préstamos otorgados a dicho sector retenidos en los balances de las IFM, prácticamente no se modificaron con respecto a los dos meses

anteriores, y en mayo se situaron en el 1,8% y el 0,9%, respectivamente, pese a registrarse unos flujos de entrada moderados (véase cuadro 3). Actualmente existe una brecha considerable, y en aumento, entre estas dos tasas de crecimiento (véase el recuadro 2, titulado «El impacto de las actividades de venta y titulización de préstamos en la evolución reciente de los préstamos concedidos por las IFM a las sociedades no financieras y a los hogares»). En cuanto al detalle por plazos de vencimiento, la estabilización de la tasa de crecimiento interanual de los préstamos retenidos en los balances de las IFM refleja cierta pérdida de impulso de la recuperación de los préstamos a corto plazo, tras observarse unas tasas de crecimiento considerablemente negativas a principios de 2010, ya que las contribuciones de los préstamos a otros plazos básicamente no han variado desde finales del citado año. Las nuevas estadísticas de las IFM muestran que los créditos renovables representan una parte importante de los flujos registrados, en términos intermensuales, en el crédito otorgado a las sociedades no financieras. La heterogeneidad evidente en los distintos países en la evolución de los préstamos sigue siendo significativa, en consonancia con el hecho de que la recuperación de la actividad económica está siendo desigual y con las diferencias que actualmente son patentes en las necesidades de financiación externa de los sectores industriales individuales de los diversos países de la zona del euro.

### Cuadro 3 Préstamos de las IFM al sector privado

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

|                                                           | Saldo vivo<br>en porcentaje<br>del total <sup>1)</sup> | Tasas de crecimiento interanual |             |             |            |             |             |
|-----------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------|---------------------------------|-------------|-------------|------------|-------------|-------------|
|                                                           |                                                        | 2010<br>II                      | 2010<br>III | 2010<br>IV  | 2011<br>I  | 2011<br>Abr | 2011<br>May |
| <b>Sociedades no financieras</b>                          | <b>42,1</b>                                            | <b>-2,2</b>                     | <b>-1,3</b> | <b>-0,4</b> | <b>0,5</b> | <b>0,9</b>  | <b>0,9</b>  |
| <i>Ajustados de ventas y titulizaciones</i> <sup>2)</sup> | -                                                      | -1,9                            | -0,7        | 0,6         | 1,5        | 1,9         | 1,8         |
| Hasta un año                                              | 24,5                                                   | -10,8                           | -8,3        | -5,0        | -1,6       | 1,0         | 0,9         |
| De uno a cinco años                                       | 18,7                                                   | -4,6                            | -3,5        | -2,1        | -1,9       | -2,6        | -2,1        |
| Más de cinco años                                         | 56,9                                                   | 3,1                             | 2,9         | 2,4         | 2,3        | 2,1         | 1,9         |
| <b>Hogares</b> <sup>3)</sup>                              | <b>46,9</b>                                            | <b>2,6</b>                      | <b>2,8</b>  | <b>2,8</b>  | <b>3,1</b> | <b>3,4</b>  | <b>3,4</b>  |
| <i>Ajustados de ventas y titulizaciones</i> <sup>2)</sup> | -                                                      | 2,7                             | 2,9         | 3,0         | 3,1        | 3,0         | 3,1         |
| Crédito al consumo <sup>4)</sup>                          | 12,1                                                   | -0,5                            | -0,5        | -0,7        | -0,7       | -0,5        | -0,7        |
| Préstamos para adquisición de vivienda <sup>4)</sup>      | 72,1                                                   | 3,0                             | 3,4         | 3,5         | 4,0        | 4,4         | 4,4         |
| Otros fines                                               | 15,8                                                   | 3,2                             | 2,9         | 2,5         | 2,4        | 1,8         | 2,0         |
| <b>Empresas de seguros y fondos de pensiones</b>          | <b>0,8</b>                                             | <b>-9,0</b>                     | <b>-1,0</b> | <b>7,7</b>  | <b>7,6</b> | <b>1,0</b>  | <b>2,6</b>  |
| <b>Otros intermediarios financieros no monetarios</b>     | <b>10,2</b>                                            | <b>0,9</b>                      | <b>2,5</b>  | <b>4,7</b>  | <b>7,0</b> | <b>6,1</b>  | <b>7,3</b>  |

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) Ajustados de préstamos dados de baja del balance estadístico de las IFM, por venta o titulización.

3) Según la definición del SEC 95.

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

### Recuadro 2

#### EL IMPACTO DE LAS ACTIVIDADES DE VENTA Y TITULIZACIÓN DE PRÉSTAMOS EN LA EVOLUCIÓN RECIENTE DE LOS PRÉSTAMOS CONCEDIDOS POR LAS IFM A LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS Y A LOS HOGARES

En el entorno macroeconómico actual, la valoración de si el sistema bancario proporciona suficiente financiación a los hogares y a las sociedades no financieras reviste una importancia clave. Habida cuenta de las actividades de venta y de titulización de préstamos (o la reversión de estas activi-

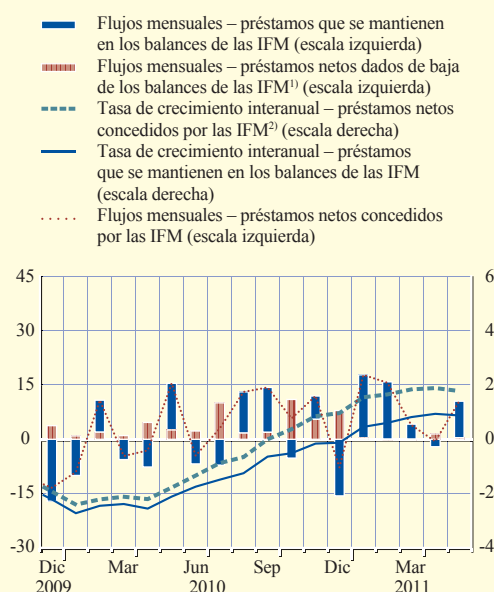
dades<sup>1</sup>, esta valoración exige disponer de amplia información sobre todos los préstamos concedidos por las IFM en un mes determinado, en lugar de información más restringida sobre los préstamos otorgados por este sector y que se mantienen en sus balances. Esto es aún más necesario si se tiene en cuenta el hecho de que las prácticas de contabilidad presentan diferencias en los distintos países de la zona del euro en lo que respecta a la baja de préstamos titulizados de los balances de las IFM, que podrían influir en la comparabilidad de los datos nacionales sobre préstamos<sup>2</sup>. Para hacer frente a este reto, el BCE ha publicado recientemente un exhaustivo conjunto de estadísticas monetarias y financieras, nuevas y mejoradas, que incluyen detalles de las actividades de venta y de titulización de préstamos de las IFM por sector prestatario. Estas estadísticas se remontan a diciembre de 2009, lo que permite ajustar las tasas de crecimiento interanual de los préstamos otorgados por las IFM a sectores prestatarios concretos por la baja de préstamos de los balances de las IFM resultante de su venta o titulización, proporcionando una indicación más adecuada del total de préstamos concedidos por las IFM. Estos nuevos datos se han armonizado entre los distintos países de la zona del euro de conformidad con un nuevo Reglamento sobre estadísticas<sup>3</sup>, y constituyen una mejora con respecto a los datos disponibles anteriormente, que se publicaron a partir de enero de 2009. Esos datos no estaban armonizados y se proporcionaban utilizando «la mejor estimación» de los préstamos otorgados a los hogares y a las sociedades no financieras únicamente. En este recuadro se describe el impacto de las operaciones de titulización en los préstamos concedidos a las sociedades no financieras y a los hogares utilizando estos nuevos datos.

### Préstamos a las sociedades no financieras

Del gráfico A se desprende claramente que, en los doce últimos meses, las titulizaciones y las ventas de préstamos de las IFM han afectado considerablemente a la tasa de crecimiento interanual de los préstamos concedidos a las sociedades no financieras. De hecho, la brecha entre la tasa de crecimiento interanual del total de préstamos concedidos por las IFM a las sociedades no financieras y la de los préstamos que se mantienen en los balances de las IFM ha estado ampliándose desde principios de 2010, y en mayo de 2011 era de aproximadamente 1 punto porcentual, registrándose unas actividades de titulización y de venta de préstamos especialmente intensas en el cuarto trimestre de 2010. La

**Gráfico A Préstamos concedidos por las IFM a las sociedades no financieras**

(mm de euros; tasas de variación interanual)



Fuentes: BCE y cálculos del BCE.

1) Préstamos netos dados de baja de los balances de las IFM como consecuencia de ventas y operaciones de titulización.  
2) Nuevas concesiones de créditos menos amortizaciones. Esto se denomina préstamos «ajustados de ventas y titulizaciones» en la nota de prensa del BCE sobre la evolución monetaria.

- 1 Se refiere a una situación en la que préstamos previamente titulizados (o vendidos) se vuelven a incluir en el balance de una IFM.
- 2 Para conocer valoraciones anteriores del impacto de las operaciones de titulización sobre el crecimiento de los préstamos al sector privado, véanse el recuadro titulado «El impacto de la titulización fuera de balance o real tradicional sobre la evolución reciente de los préstamos concedidos por las IFM», *Boletín Mensual*, BCE, septiembre de 2008, y el artículo titulado «La titulización en la zona del euro», *Boletín Mensual*, BCE, febrero de 2008.
- 3 Reglamento BCE/2008/32 relativo al balance del sector de las instituciones financieras monetarias. En la dirección [www.ecb.europa.eu](http://www.ecb.europa.eu) puede consultarse una nota de prensa publicada el 27 de junio de 2011 en la que se describen los nuevos datos.

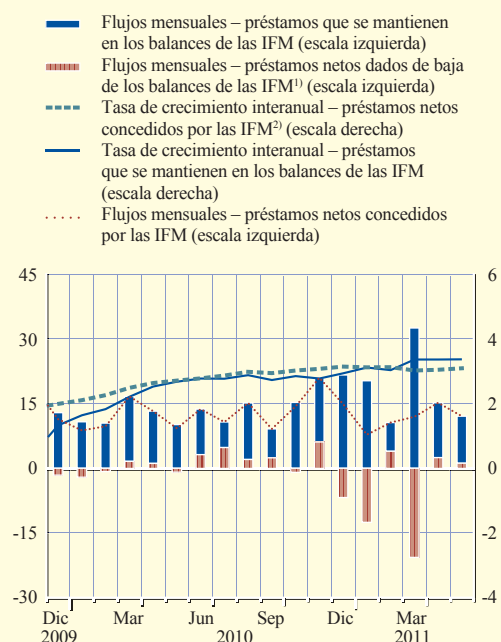
significativa divergencia observada entre estas dos tasas de crecimiento refleja transferencias de préstamos a gran escala de IFM residentes en Irlanda y (en menor medida) en Alemania a «bancos malos» ubicados en dichos Estados miembros, es decir, a instituciones financieras no pertenecientes al sector de IFM. Estas transferencias han tenido un considerable efecto moderador en la tasa de crecimiento interanual de los préstamos que se mantienen en el balance de las IFM, haciendo que presente divergencias con respecto a la del total de préstamos otorgados por las IFM. Por consiguiente, en general, la información más amplia disponible sobre los préstamos de las IFM indica que la tasa de crecimiento interanual de este tipo de financiación proporcionada por las IFM a las sociedades no financieras pasó a ser positiva en octubre de 2010 y actualmente duplica el crecimiento que señalan los datos sobre préstamos de las IFM y que se mantienen en sus balances.

### Préstamos a los hogares

A diferencia de lo observado en las operaciones de titulización descritas en relación con los préstamos concedidos a las sociedades no financieras, recientemente, las IFM han vuelto a incluir en sus balances préstamos otorgados a los hogares previamente titulizados. Es posible que las IFM estén revirtiendo titulizaciones anteriores con el fin de utilizar los préstamos que respaldaban estos valores para crear otros instrumentos de financiación, como bonos garantizados (*covered bonds*), cuya demanda sigue siendo elevada. En consecuencia, la tasa de crecimiento interanual de los préstamos a hogares que se mantienen en los balances de las IFM ha superado a la del total de préstamos concedidos por este sector a los hogares en los últimos meses, como se muestra en el gráfico B. No obstante, este es un fenómeno relativamente novedoso, ya que las diferencias entre las dos tasas de crecimiento observadas a principios y finales de 2010 tuvieron su origen en el hecho de que el crecimiento interanual del total de préstamos concedidos por las IFM a los hogares superó al de los préstamos que se mantienen en los balances de las IFM. La evolución descrita reflejó, en cierta medida, las operaciones de «titulización retenida», que se producen cuando la IFM conserva los valores distintos de acciones generados en el proceso de titulización para su utilización en las operaciones de financiación del banco central.

**Gráfico B Préstamos concedidos por las IFM a los hogares**

(mm de euros; tasas de variación interanual)



Fuentes: BCE y cálculos del BCE.

1) Préstamos netos dados de baja de los balances de las IFM como consecuencia de ventas y operaciones de titulización.

2) Nuevas concesiones de créditos menos amortizaciones. Esto se denomina préstamos «ajustados de ventas y titulizaciones» en la nota de prensa del BCE sobre la evolución monetaria.

### Conclusiones

En general, las operaciones de titulización y las ventas de préstamos han tenido efectos significativos, y en ocasiones opuestos, en las tasas de crecimiento interanual de los préstamos concedidos a los hogares y a las sociedades no financieras. Si los datos se corrigen por el impacto de las tituliza-

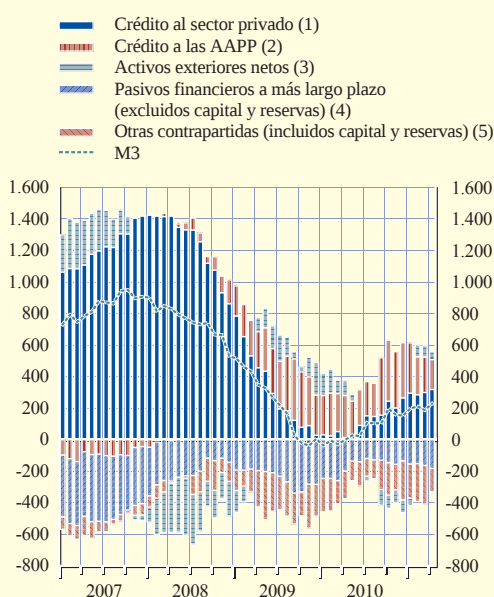
ciones y las ventas de préstamos, el mínimo observado en la tasa de crecimiento interanual de los préstamos otorgados a las sociedades no financieras fue menos severo, y la recuperación ha sido algo más intensa de lo que indica la tasa de crecimiento de los préstamos que se mantienen en los balances de las IFM. A diferencia de los préstamos otorgados a las sociedades no financieras, la tasa de crecimiento interanual de los préstamos a los hogares que se mantienen en los balances del citado sector ha aumentado ligeramente en los últimos meses, ya que las IFM parecen haber vuelto a incluir en sus balances préstamos previamente titulizados. Esta evolución divergente subraya la importancia de tener en cuenta las operaciones de titulización al valorar el volumen de financiación que las IFM están proporcionando al sector privado no financiero.

Las tasas de crecimiento interanual de i) los préstamos concedidos por las IFM a los hogares ajustados de ventas y titulizaciones, y ii) los préstamos otorgados a dicho sector retenidos en los balances de las IFM, se situaron en el 3,1% y el 3,4%, respectivamente, en mayo. El endeudamiento de los hogares siguió estando impulsado por los préstamos para adquisición de vivienda, mientras que el crédito al consumo siguió disminuyendo, en términos interanuales. Es probable que la debilidad del crédito al consumo refleje la falta de disposición a realizar compras «importantes» resultante del hecho de que el crecimiento de la renta disponible sigue siendo moderado y de los elevados niveles de endeudamiento de los hogares. La tasa de crecimiento interanual del crédito para otros fines, que incluye el crédito otorgado a empresarios individuales y a sociedades sin personalidad jurídica, se mantuvo en niveles moderadamente positivos. Por consiguiente, en general, los datos de mayo tienden a confirmar las indicaciones anteriores de que la recuperación de los préstamos a los hogares se ha estabilizado en los últimos meses.

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) se incrementó hasta el 3,5% en mayo, desde el 3,1% de abril. Esta evolución estuvo determinada fundamentalmente por el pronunciado fortalecimiento de la tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones a más largo plazo de las IFM, un avance que principalmente se debió a efectos de base y, en menor medida, a reducidos flujos de entrada en este tipo de instrumento. Aunque los hogares incrementaron considerablemente sus tenencias de depósitos a largo plazo, este aumento quedó compensado con creces por la reducción de las tenencias de estos depósitos por parte de los OIF, como consecuencia de la reversión de operaciones de titulización. El capital y las reservas registraron cuantiosos flujos mensuales de entrada, posiblemente como reflejo de los esfuerzos por recapitalizar y reforzar el sector bancario en algunos países de la zona del euro, esfuerzos que deben considerarse en el contexto de la introducción gradual de los nuevos requerimientos de capital de Basilea III a finales de 2011.

### Gráfico 8 Contrapartidas de M3

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



Fuente: BCE.

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

Los flujos interanuales de entrada registrados en la posición acreedora neta frente al exterior de las IFM se redujeron hasta situarse en 52 mm de euros en mayo, frente a los 73 mm de euros de abril (véase gráfico 8). Esta evolución fue resultado de un efecto de base significativo, que ocultó una moderada entrada mensual de 12 mm de euros. Los positivos flujos interanuales continuaron siendo resultado del hecho de que el descenso acumulado de los pasivos exteriores (principalmente en forma de depósitos) superó la disminución acumulada de activos exteriores.

En general, haciendo abstracción de la volatilidad actual, los datos más recientes continúan apuntando a una recuperación gradual del crecimiento monetario en la zona del euro. Si se consideran las tasas de crecimiento, sigue siendo válida la valoración de que, en estos momentos, la expansión monetaria subyacente es moderada y de que, a medio plazo, las presiones inflacionistas procedentes de la evolución monetaria están contenidas. Al mismo tiempo, la liquidez monetaria acumulada previamente sigue siendo abundante, pese a cierto ajuste a la baja. Esto, junto con la mejora de la confianza y de la consiguiente mayor disposición a gastar, podría traducirse eventualmente en presiones a alza sobre los precios de los activos y los precios de consumo.

## 2.2 EMISIONES DE VALORES

*El crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro descendió ligeramente y se situó en el 3,2% en abril de 2011. El total de emisiones de este tipo de valores continuó reflejando las considerables necesidades de financiación del sector público, cierta reestructuración de los balances de las IFM y la progresiva normalización de la emisión de valores distintos de acciones por el sector empresas, en un contexto de renovada demanda de préstamos bancarios. Al mismo tiempo, la tasa de crecimiento interanual de la emisión de acciones cotizadas aumentó levemente, hasta el 1,4%, en abril de 2011.*

### VALORES DISTINTOS DE ACCIONES

En abril de 2011, la tasa de crecimiento anualizada de los valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro cayó hasta el 3,2%, en comparación con el 3,4% del mes precedente (véase cuadro 4). Esta ligera moderación estuvo impulsada, en gran parte, por un ritmo más intenso de contracción de la emisión a corto plazo, mientras que el crecimiento de la emisión de valores distintos de acciones a largo plazo prácticamente no se modificó. Si se consideran las tendencias a corto plazo, la tasa de crecimiento semestral anualizada y desestacionalizada de los valores distintos de acciones emitidos se mantuvo básicamente invariable en abril de 2011, en contraste con el rápido descenso observado entre enero y marzo de 2011, desde el 5% hasta el 3% (véase gráfico 9).

Desde principios de 2010, el crecimiento positivo de la emisión de valores distintos de acciones ha estado íntegramente impulsado por las emisiones a largo plazo, principalmente a tipo de interés fijo, mientras que el segmento a corto plazo ha continuado retrocediendo. En los últimos meses, aunque este patrón ha continuado, en líneas generales, el segmento a largo plazo y a tipo de interés variable del mercado ha mostrado señales de una recuperación moderada. En abril de 2011, las emisiones de valores distintos de acciones a largo plazo y a tipo de interés variable se incrementaron ligeramente, tras el leve descenso registrado el mes precedente.

En cuanto a los sectores emisores, la ligera disminución del crecimiento de la emisión de valores distintos de acciones registrada en abril pareció ser generalizada, con la única excepción del sector de

**Cuadro 4 Valores emitidos por residentes en la zona del euro**

| Sector emisor                           | Saldo vivo<br>(mm de euros)<br>Abril 2011 | Tasas de crecimiento interanual <sup>1)</sup> |             |            |            |             |             |
|-----------------------------------------|-------------------------------------------|-----------------------------------------------|-------------|------------|------------|-------------|-------------|
|                                         |                                           | 2010<br>II                                    | 2010<br>III | 2010<br>IV | 2011<br>I  | 2011<br>Mar | 2011<br>Abr |
| <b>Valores distintos de acciones:</b>   | <b>16.051</b>                             | <b>4,7</b>                                    | <b>3,4</b>  | <b>3,6</b> | <b>3,7</b> | <b>3,4</b>  | <b>3,2</b>  |
| IFM                                     | 5.340                                     | 0,5                                           | -0,6        | -0,1       | 0,7        | 0,8         | 0,5         |
| Instituciones financieras no monetarias | 3.264                                     | 3,0                                           | 1,0         | 1,3        | 1,8        | 1,3         | 1,2         |
| Sociedades no financieras               | 821                                       | 15,3                                          | 10,4        | 8,4        | 6,3        | 4,9         | 3,3         |
| Administraciones Públicas               | 6.626                                     | 8,3                                           | 7,6         | 7,5        | 7,2        | 6,6         | 6,7         |
| De las cuales:                          |                                           |                                               |             |            |            |             |             |
| Administración Central                  | 6.059                                     | 8,3                                           | 7,3         | 7,1        | 6,7        | 5,9         | 6,0         |
| Otras Administraciones Públicas         | 567                                       | 8,2                                           | 10,9        | 12,3       | 12,9       | 14,4        | 14,5        |
| <b>Acciones cotizadas:</b>              | <b>4.892</b>                              | <b>2,5</b>                                    | <b>1,8</b>  | <b>1,7</b> | <b>1,3</b> | <b>1,2</b>  | <b>1,4</b>  |
| IFM                                     | 498                                       | 6,6                                           | 5,2         | 6,6        | 6,4        | 6,2         | 6,8         |
| Instituciones financieras no monetarias | 373                                       | 5,2                                           | 4,3         | 3,3        | 1,8        | 2,5         | 2,5         |
| Sociedades no financieras               | 4.021                                     | 1,5                                           | 1,0         | 0,8        | 0,6        | 0,5         | 0,6         |

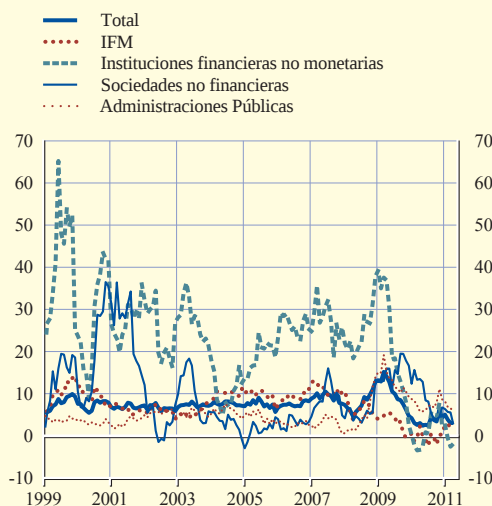
Fuente: BCE.

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».

Administraciones Públicas, con una tasa de crecimiento interanual de valores distintos de acciones emitidos que registró un leve aumento y se situó en el 6,7 % en abril de 2011, en comparación con el 6,6 % de marzo, reflejo de las persistentes y relativamente elevadas necesidades de financiación del sector público de la zona del euro. En cambio, la tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por las sociedades no financieras descendió de nuevo, hasta el 3,3 %, en abril, desde el 4,9 % de marzo, una evolución acorde con la tendencia a la baja que comenzó hace más de un año, y por tanto cayó hasta situarse bastante por debajo de su media de largo plazo, aproximadamente el 8 %. La evidente reducción del crecimiento de la emisión de valores distintos de acciones por este sector puede ser atribuible, en cierta medida, a la progresiva normalización de la demanda de préstamos bancarios. De igual modo, la tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por las IFM disminuyó hasta situarse justo por debajo del 0,5 % en abril, desde el 0,8 % de marzo. Este descenso oculta una recuperación gradual de la emisión de este tipo de valores por el sector de IFM, que había experimentado una contracción en el segundo semestre de 2010. El nuevo contexto regulador puede explicar, en cierta medida, el reciente repunte de la emisión de valores distintos de acciones y, en particular, de bonos garantizados por parte de las IFM de la zona del euro, que podrían estar tratando de mejorar su posición de liquidez a corto plazo. Al mismo tiempo, las emisiones de las instituciones financieras distintas de IFM cayeron marginalmente, hasta el 1,2 % en abril de 2011, en comparación con el 1,3 % de marzo.

**Gráfico 9 Detalle por sectores de los valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro**

(tasas de crecimiento semestrales anualizadas desestacionalizadas)



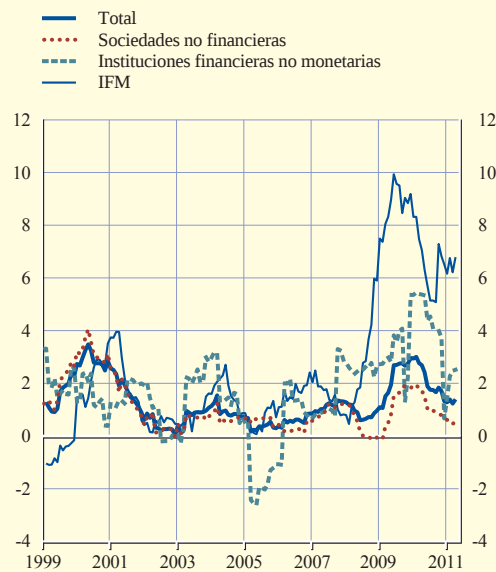
Fuente: BCE.

### ACCIONES COTIZADAS

La tasa de crecimiento interanual de la emisión de acciones cotizadas por parte de residentes en la zona del euro aumentó ligeramente y alcanzó el 1,4% en abril de 2011, debido principalmente al aumento de las emisiones por parte de las IFM. La tasa de crecimiento interanual de la emisión de acciones por el citado sector se elevó hasta el 6,8% en abril de 2011, desde el 6,2% de marzo (véase gráfico 10). La emisión de acciones por las IFM de la zona del euro continuó viéndose favorecida por los esfuerzos que están realizando por reforzar los balances y fortalecer las bases de capital. Al mismo tiempo, la tasa de crecimiento interanual de la emisión de acciones cotizadas por las instituciones financieras distintas de IFM prácticamente no se modificó y fue del 2,5%, ligeramente superior a las tasas de crecimiento registradas el primer trimestre del año. El crecimiento interanual de las acciones cotizadas emitidas por las sociedades no financieras también se mantuvo estable, en general, en abril de 2011, en el 0,6%.

**Gráfico 10 Detalle por sectores de las acciones cotizadas emitidas por residentes en la zona del euro**

(tasas de crecimiento interanual)



Fuente: BCE.

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

### 2.3 TIPOS DE INTERÉS DEL MERCADO MONETARIO

Los tipos de interés del mercado monetario se incrementaron ligeramente entre principios de junio y comienzos de julio de 2011. En el sexto período de mantenimiento de 2011, que empezó el 15 de junio, el EONIA tuvo un comportamiento relativamente volátil la primera semana y se situó por encima del tipo de interés de las operaciones principales de financiación, antes de descender por debajo de dicho tipo la semana siguiente. El 30 de junio registró un acusado aumento y alcanzó el 1,72%, debido a un efecto de fin de trimestre.

Los tipos de interés del mercado monetario sin garantías se incrementaron ligeramente entre principios de junio y comienzos de julio de 2011. El 6 de julio, los tipos EURIBOR a un mes, a tres meses, a seis meses y a doce meses se situaban en el 1,34%, el 1,57%, el 1,81% y el 2,19%, respectivamente, es decir, 10, 12, 8 y 4 puntos básicos por encima de los niveles observados el 8 de junio. En consecuencia, el diferencial entre el EURIBOR a doce meses y a un mes, un indicador de la pendiente de la curva de rendimientos del mercado monetario, se redujo 6 puntos básicos, y el 6 de julio se situaba en 85 puntos básicos (véase gráfico 11).

El tipo swap del EONIA a tres meses se situó en el 1,33% el 6 de julio, 8 puntos básicos por encima del nivel del 8 de junio. El tipo sin garantías correspondiente se incrementó algo más, de modo que el diferencial entre el EURIBOR a tres meses sin garantías y el tipo swap del EONIA con garantías al mismo plazo aumentó hasta 24 puntos básicos.

El 6 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 2011 y marzo y junio de 2012 se situaron en el 1,77%, el

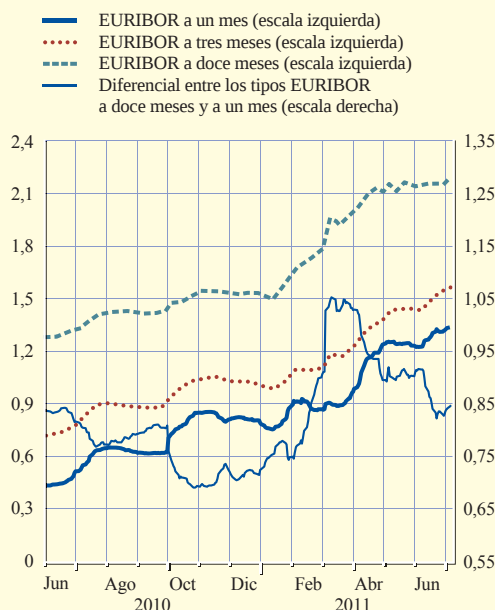
1,91%, el 1,99% y el 2,06%, respectivamente, lo que representa incrementos de unos 4 y 1 puntos básicos para los contratos con vencimiento en septiembre y diciembre de 2011 y descensos de alrededor de 3 y 7 puntos básicos, respectivamente, para los otros dos contratos, en comparación con los niveles observados el 8 de junio. Estos descensos implican un desplazamiento a la baja de la curva de tipos *forward*.

El EONIA fue ligeramente volátil entre principios de junio y comienzos de julio, continuando el patrón observado desde principios de año. Entre el 8 de junio y el 14 de junio, último día del quinto período de mantenimiento, el EONIA fluctuó entre el 1,07% y el 1,55%. Esta volatilidad puede ser atribuible, en cierta medida, a que algunas entidades de crédito prefieren cumplir las exigencias de reservas en la última parte del período. El 15 de junio, el EONIA comenzó el sexto período de mantenimiento del año por encima del tipo de interés de la operación principal de financiación efectuada al principio de ese período, y se mantuvo por encima del citado tipo durante la primera semana, reflejo de unos niveles de exceso de liquidez relativamente reducidos en el sistema bancario de la zona del euro. Posteriormente se redujo hasta situarse por debajo de dicho tipo la semana siguiente, antes de registrar un acusado incremento y situarse en el 1,72% el 30 de junio, debido a un efecto de fin de trimestre (véase gráfico 12).

El Eurosistema llevó a cabo varias operaciones de financiación entre el 8 de junio y el 6 de julio. El 14 de junio efectuó una operación de ajuste en la que se absorbieron 29,6 mm de euros, con el fin de contrarrestar el superávit de liquidez que se originó al final del quinto período de mantenimiento de 2011. En las operaciones principales de financiación del sexto período de mantenimiento, realizadas los días 14, 21 y 28 de junio y 5 de julio, el Eurosistema adjudicó 135,6 mm de euros, 186,9 mm de euros, 141,5 mm de euros y 120 mm de euros, respectivamente. El Eurosistema también llevó a cabo dos operaciones de financiación a plazo más largo en junio, en las que aplicó un procedimiento de subasta a tipo de interés fijo con adjudicación plena: una operación a plazo especial el 14 de junio con plazo

**Gráfico 11 Tipos de interés del mercado monetario**

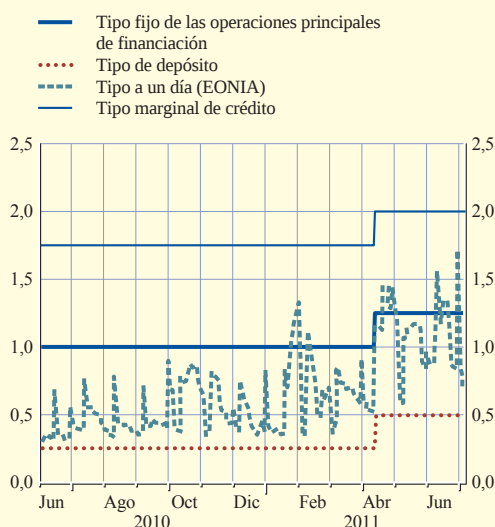
(porcentajes; diferencial en puntos porcentuales; datos diarios)



Fuentes: BCE y Thomson Reuters.

**Gráfico 12 Tipos de interés del BCE y tipo de interés a un día**

(porcentajes; datos diarios)



Fuentes: BCE y Thomson Reuters.

de vencimiento de un período de mantenimiento (en la que se adjudicaron 69,4 mm de euros), y una operación de financiación a plazo más largo a tres meses el 29 de junio (en la que se adjudicaron 132,2 mm de euros). El Eurosistema también realizó cuatro operaciones de absorción de liquidez a una semana los días 14, 21, 28 de junio y 5 de julio aplicando un procedimiento de subasta a tipo de interés variable con un tipo máximo de puja del 1,25 %. Con estas operaciones, el Eurosistema absorbió totalmente la liquidez proporcionada mediante las adquisiciones efectuadas en el marco del programa para los mercados de valores.

En el sexto período de mantenimiento, que comenzó el 15 de junio, se observaron unos niveles de exceso de liquidez relativamente reducidos la primera semana, con un recurso medio diario a la facilidad de depósito inferior a 10 mm de euros. Posteriormente, este recurso aumentó constantemente, situándose en una media diaria de 57 mm de euros el 6 de julio.

## 2.4 MERCADOS DE RENTA FIJA

*En junio y a principios de julio, los rendimientos de la deuda pública a largo plazo con calificación AAA de la zona del euro se mantuvieron, en general, estables, mientras que los rendimientos de los bonos a largo plazo de Estados Unidos aumentaron ligeramente. La incertidumbre respecto a la fuerza de la recuperación económica, así como las tensiones en los mercados de deuda soberana de la zona del euro afectaron aún más al clima de los mercados en la primera quincena de junio. Hacia finales de mes, dichas tensiones se moderaron y la aversión al riesgo se redujo de forma acusada en los mercados. La volatilidad implícita de los mercados de renta fija prácticamente no experimentó variaciones en la zona del euro, pero aumentó ligeramente en Estados Unidos. Los diferenciales de rendimiento de la deuda soberana de la zona del euro se ampliaron aún más, especialmente en el caso de Portugal e Irlanda. Al mismo tiempo, los datos sobre las tasas de inflación implícitas a largo plazo continúan indicando que las expectativas de inflación permanecen firmemente ancladas.*

En junio y a principios de julio, el rendimiento de la deuda pública a largo plazo con calificación AAA de la zona del euro se mantuvo, en general, estable, situándose en el 3,3 % a finales del período analizado. En Estados Unidos, el rendimiento de los bonos a largo plazo aumentó ligeramente, en 5 puntos básicos, para situarse en el 3,1 % el 6 de julio (véase gráfico 13). Por consiguiente, el diferencial de tipos de interés nominales entre el rendimiento de la deuda pública a diez años de Estados Unidos y el de la zona del euro se redujo ligeramente durante el período analizado. La volatilidad implícita de los mercados de renta fija de la zona del euro se mantuvo prácticamente estable y aumentó ligeramente en Estados Unidos entre finales de mayo y principios de julio. En Japón, el rendimiento de la deuda pública a diez años prácticamente no varió durante el período analizado, situándose en el 1,2 % el 6 de julio.

**Gráfico 13 Rendimiento de la deuda pública a largo plazo**

(porcentajes; datos diarios)



Fuentes: Bloomberg y Thomson 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.

La evolución del rendimiento de la deuda pública a largo plazo con calificación AAA de la zona del euro siguió estando determinada por varios factores. Según los participantes en los mercados, la positiva dinámica económica observada en la zona del euro y en Estados Unidos se ha moderado hasta cierto punto recientemente. En la primera quincena de junio, los datos publicados tanto en Estados Unidos como en algunos países de la zona del euro contribuyeron a frenar las presiones alcistas sobre los rendimientos de la deuda pública a largo plazo. Además, las tensiones en determinados mercados de deuda soberana de la zona del euro siguieron intensificándose, lo que hizo aumentar significativamente la demanda de deuda pública de elevada calificación y liquidez. En los últimos días de junio, al remitir esas tensiones, la aversión al riesgo se redujo de forma acusada en los mercados.

En los mercados de deuda soberana de la zona del euro, los diferenciales de rendimiento de la deuda soberana de Portugal e Irlanda frente a Alemania aumentaron de nuevo durante el período analizado. Además, en junio pudo observarse una notable intensificación de los desplazamientos hacia activos más seguros. Esta evolución estuvo determinada, principalmente, por la incertidumbre respecto al programa de consolidación del Gobierno de Grecia y a las perspectivas de una reestructuración de la deuda griega. Por otra parte, los temores de que la crisis se propagara a otros países de la zona del euro, más allá de Grecia, Irlanda y Portugal, siguió afectando negativamente al clima de los mercados. De hecho, también se han observado aumentos de los diferenciales de rendimiento de la deuda soberana, aunque de menor magnitud, en otros países de la zona que, no obstante, pueden atribuirse, en parte, a la mayor demanda de deuda pública alemana en junio. A finales de junio, al remitir las tensiones relacionadas con la crisis de la deuda soberana, los diferenciales de rendimiento de la deuda soberana de la zona del euro se redujeron ligeramente. En el recuadro 3 se presenta un análisis de la sostenibilidad de la deuda pública griega en el marco del programa de ajuste de la UE y del FMI.

### Recuadro 3

#### ANÁLISIS DE LA SOSTENIBILIDAD DE LA DEUDA PÚBLICA EN EL MARCO DEL PROGRAMA DE AJUSTE DE LA UE Y DEL FMI CON GRECIA

A continuación, se presentan algunos de los principales escenarios respecto a la dinámica de la deuda pública de Grecia relevantes para evaluar las perspectivas de sostenibilidad fiscal a largo plazo de este país en el marco del actual programa de ajuste económico y financiero acordado por la UE y el FMI. En consonancia con la definición de trabajo comúnmente utilizada, se considera que una trayectoria de deuda dada es insostenible si la ratio de deuda con respecto al PIB crece continuamente durante un determinado horizonte de proyección. A su vez, la sostenibilidad requiere, en general, que la ratio de deuda sea, al menos estable, en determinados supuestos verosímiles respecto a las principales variables fiscales y macroeconómicas que determinan la dinámica de la deuda<sup>1</sup>. No obstante, en casos como el de Grecia, en los que la ratio de deuda pública con respecto al PIB ha alcanzado ya un nivel sumamente alto, la única forma de garantizar la sostenibilidad fiscal es reencauzar esa ratio por una senda firmemente descendente.

Los gráficos que se muestran a continuación presentan diferentes escenarios para la trayectoria de la ratio de la deuda pública griega con respecto al PIB durante el período comprendido entre el año en curso y 2020. El escenario de referencia se basa en los supuestos fiscales y macroeconómicos y en los compromisos en materia de política acordados en el contexto de la cuarta revisión del programa de ajuste, incluidas las privatizaciones que se ha comprometido a realizar el gobierno y que, para finales de 2015, ascen-

1 La dinámica de la deuda viene determinada por el saldo presupuestario público primario, la tasa de crecimiento económico, el tipo de interés de la deuda viva y otros ajustes de los balances que no se contabilizan en el saldo presupuestario. Véase una explicación detallada en el artículo titulado «Garantizar la sostenibilidad fiscal en la zona del euro», *Boletín Mensual*, BCE, abril 2011.

## Principales supuestos en los que se basa el escenario de referencia

(tasas de variación interanual; en porcentaje)

|                                                         | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 |
|---------------------------------------------------------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| Crecimiento del PIB real                                | -4,5 | -3,8 | 0,6  | 2,1  | 2,3  | 2,7  | 2,9  | 3,0  | 3,0  | 3,0  | 3,0  |
| Deflactor del PIB                                       | 2,6  | 1,5  | 0,7  | 1,0  | 1,0  | 0,9  | 1,1  | 1,3  | 1,4  | 1,7  | 1,8  |
| Tipo de interés nominal medio de la deuda pública       | 4,0  | 4,6  | 5,1  | 5,2  | 5,6  | 6,4  | 6,7  | 6,7  | 6,6  | 6,4  | 6,1  |
| Ratio saldo presupuestario primario con respecto al PIB | -5,0 | -0,8 | -1,3 | -3,4 | -6,1 | -6,4 | -6,4 | -6,4 | -6,4 | -6,4 | -6,4 |

derían a 50 mm de euros (véase el cuadro). Se supone que la asistencia oficial concedida cubrirá las necesidades de financiación de Grecia hasta mediados de 2014. A partir de 2015, se supone que se producirá una mejora gradual del entorno económico y que el gobierno mantendrá una orientación prudente de la política fiscal que permitirá obtener superávits presupuestarios primarios de alrededor del 6,5 % del PIB<sup>2</sup>. Aunque la consecución de este objetivo requiere considerable disciplina fiscal, otros países de la UE lograron, en el pasado, mantener superávits primarios de magnitud similar durante varios años<sup>3</sup>.

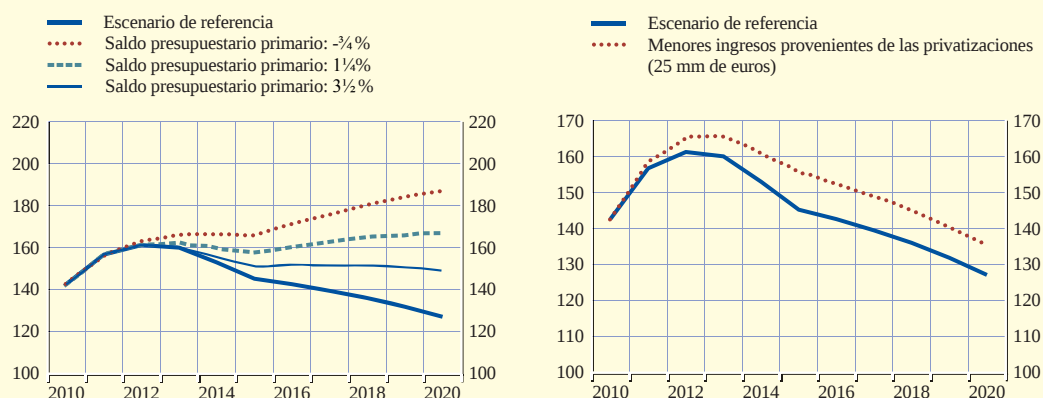
Como indica la línea continua del gráfico, conforme a estos supuestos de referencia, la ratio de deuda pública con respecto al PIB registraría un máximo del 161 % en 2012 y caería hasta el 127 % para 2020. El logro de esta trayectoria descendente depende, esencialmente, de la voluntad y la capacidad del Gobierno para perseverar en las medidas de consolidación presupuestaria y aplicar en su integridad los programas de reforma estructural y privatizaciones. Como puede observarse en el panel izquierdo, la ratio de deuda con respecto al PIB aumentará si el saldo presupuestario primario se mantiene en un nivel de alrededor del  $-\frac{3}{4}$  % del PIB, conforme a lo proyectado para 2011. De la misma manera, si el Gobierno mantiene un superávit presupuestario primario de alrededor del  $1\frac{1}{4}$  % del PIB, de conformidad con el objetivo previsto para 2012, la ratio de deuda seguirá una trayectoria caracterizada por una pendiente claramente ascendente; la pendiente apenas se estabilizaría con un superávit primario del  $3\frac{1}{2}$  %, pero, habida cuenta de los importantes riesgos que rodean a las proyec-

2 Para más información sobre los supuestos macroeconómicos y los compromisos de política económica en que se basa el programa de ajuste económico de Grecia, véase Comisión Europea, «The Economic Adjustment Programme for Greece – Fourth Review», *European Economy, Occasional Papers*, n.º 82, Bruselas, julio 2011.

3 Véase una panorámica en el recuadro 8 titulado «La experiencia anterior de países de la UE con superávits primarios elevados y sostenidos», *Boletín Mensual*, BCE, junio 2011.

## Grecia: Deuda de las Administraciones Públicas

(porcentajes del PIB)



Fuentes: Comisión Europea y cálculos del BCE.

ciones de tipos de interés y crecimiento a largo plazo, un escenario como este sería sumamente vulnerable a perturbaciones adversas. Además, no cabe esperar que el Gobierno griego recupere el acceso a los mercados si la ratio de deuda simplemente se estabiliza en un nivel tan elevado.

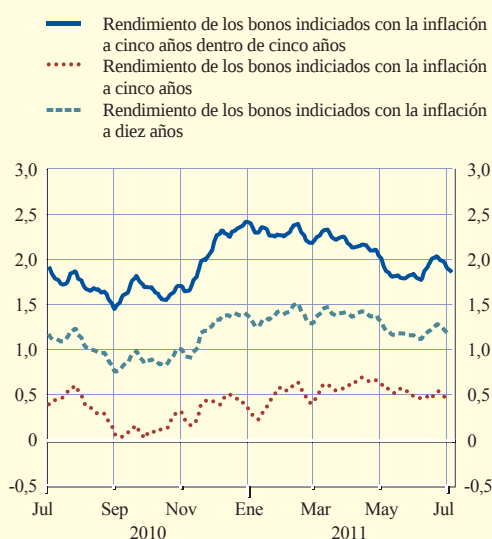
Como puede observarse en el panel derecho, la medida en que el gobierno aplique el programa de privatizaciones también afecta esencialmente a la dinámica de la deuda. La línea de puntos muestra la trayectoria de la ratio de deuda resultante si el gobierno solo obtuviese de las privatizaciones 25 mm de euros durante el período comprendido entre 2011 y 2015, en lugar de los 50 mm de euros previstos. Si bien la ratio de deuda con respecto al PIB se reduciría durante el período comprendido entre 2013 y 2020 conforme a este escenario, la reducción sería más lenta que en el escenario de referencia y la ratio de deuda con respecto al PIB todavía sobrepasaría el 135 % en 2020.

Estas proyecciones de la deuda a largo plazo están sujetas, invariablemente, a una incertidumbre considerable y los resultados son sensibles a los cambios en los supuestos respecto a las trayectorias de crecimiento y de los tipos de interés. No obstante, es posible extraer una conclusión importante con independencia de estas matizaciones: la dinámica de la deuda depende, en gran medida, de factores que el Gobierno griego puede controlar. Si las autoridades deciden poner en práctica íntegramente todas las medidas de política fiscal y estructurales que se han comprometido a adoptar y mantienen un ambicioso programa de reformas durante el horizonte que abarca el actual programa de ajuste y en años posteriores a fin de respaldar el crecimiento potencial a largo plazo, la ratio de deuda con respecto al PIB puede reencauzarse por una senda descendente. En Europa es posible, y ya hay precedentes de ello, embarcarse en un período prolongado de implacable disciplina fiscal e importantes reformas estructurales. Para ello es imprescindible alcanzar un sólido consenso político y actuar con determinación, a fin de lograr un cambio duradero en la situación fiscal y macroeconómica, que permita recuperar la competitividad y garantizar que el programa continúe por buen camino.

El rendimiento de los bonos indicados con la inflación a diez años de la zona del euro prácticamente no experimentó variación durante el período analizado, mientras que, en el caso de los bonos indicados con la inflación a cinco años, el rendimiento se redujo ligeramente, en 6 puntos básicos (véase gráfico 14). El 6 de julio, el rendimiento real *spot* a cinco y diez años era del 0,4 % y del 1,2 %, respectivamente. Al mismo tiempo, las tasas de inflación implícitas *forward* (a cinco años dentro de cinco años) de la zona del euro se redujeron ligeramente, en unos 5 puntos básicos, situándose en el 2,3 % el 6 de julio (véase gráfico 15). Las correspondientes tasas de inflación derivadas de los *swaps* prácticamente no experimentaron variación, situándose en torno al 2,4 % en la misma fecha. Las tasas de inflación implícitas han sido un tanto volátiles durante el mes pasado, posiblemente como consecuencia del hecho de que la curva de rendimientos nominales haya reaccionado con más rapidez frente a los recientes episodios de búsqueda de activos más seguros que la curva de

**Gráfico 14 Rendimiento de los bonos de cupón cero indicados con la inflación en la zona del euro**

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



Fuentes: Thomson Reuters y cálculos del BCE.

rendimientos reales. No obstante, las estimaciones de las expectativas de inflación implícitas calculadas a partir de las tasas de inflación implícitas se han mantenido, en general, en consonancia con las señales recibidas de los mercados de *swaps* indiciados con la inflación durante esos episodios. En conjunto, los indicadores basados en los mercados sugieren que las expectativas de inflación de los participantes en los mercados siguen estando firmemente ancladas.

El patrón general de rendimiento de la deuda pública a largo plazo de la zona del euro puede descomponerse en variaciones de las expectativas de tipos de interés (y de las primas de riesgo asociadas) en distintos horizontes (véase gráfico 16). En comparación con finales de mayo, la estructura temporal de los tipos *forward* a corto plazo para horizontes comprendidos entre dos y tres años se ha desplazado a la baja en torno a 15 puntos básicos, posiblemente como consecuencia de los ajustes de las primas de riesgo en junio y a principios de julio.

Durante el período analizado, los diferenciales de renta fija privada con grado de inversión, emitida por las sociedades no financieras, aumentaron ligeramente, especialmente en las calificaciones más bajas. Estos indicadores parecen estar alineados con las perspectivas actuales de impago de las sociedades no financieras y se mantienen en niveles cercanos a las medias históricas y, al mismo tiempo, muy por debajo de los altos valores registrados durante la crisis financiera. Los diferenciales de renta fija privada con grado de inversión, emitida por las instituciones financieras aumentaron algo más que los de las sociedades no financieras, especialmente en el caso de los valores con calificación más baja. La inquietud respecto a la reestructuración de la deuda griega, que había tenido un impacto negativo sobre los precios de los activos financieros, también se reflejó claramente en los precios de la deuda emitida por

**Gráfico 15 Tasas de inflación implícitas de cupón cero en la zona del euro**

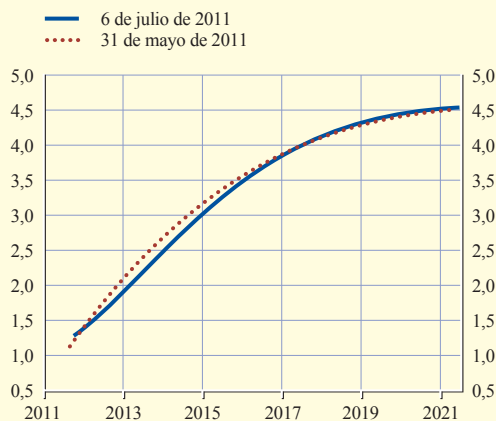
(porcentajes; medias móviles de cinco días de datos diarios; datos desestacionalizados)



Fuentes: Thomson Reuters y cálculos del BCE.

**Gráfico 16 Tipos de interés *forward* implícitos a un día, en la zona del euro**

(porcentajes; 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.

las instituciones financieras. No obstante, el rendimiento de la renta fija privada emitida por dichas instituciones siguió siendo menor que durante el período posterior a la quiebra de Lehman Brothers y, para la mayoría de las calificaciones, más bajo que a comienzos de este año.

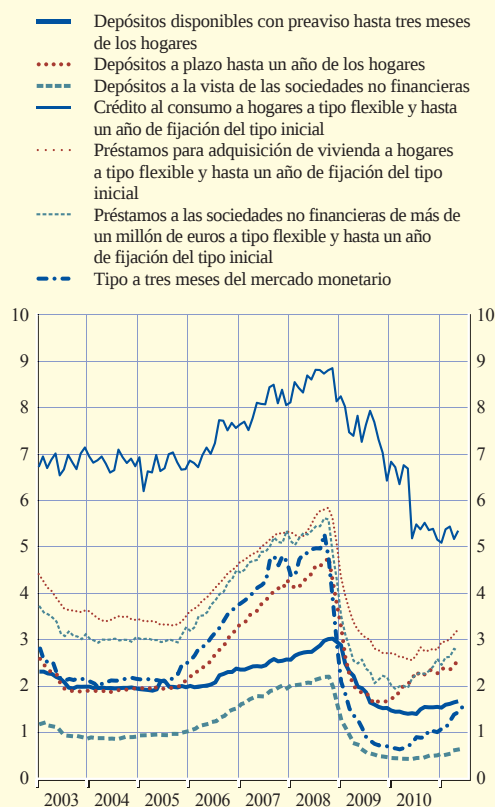
## 2.5 TIPOS DE INTERÉS DE LOS PRÉSTAMOS Y DE LOS DEPÓSITOS

*En mayo de 2011, la mayor parte de los tipos de interés aplicados por las IFM tendieron a aumentar ligeramente. En términos históricos, los tipos de interés aplicados por las IFM a los préstamos a hogares y sociedades no financieras siguen siendo muy bajos en todos los plazos de vencimiento.*

En mayo de 2011, la mayoría de los tipos de interés a corto plazo aplicados por las IFM tendieron a aumentar, aunque solo ligeramente. En promedio, los tipos de interés de los depósitos a corto plazo tanto de los hogares como de las sociedades no financieras se elevaron de forma moderada, en menos de 10 puntos básicos, con respecto al mes anterior (véase gráfico 17). Los tipos de interés aplicados por las IFM a los préstamos a corto plazo concedidos a los hogares se incrementaron de manera más acusada. Los tipos de interés de los préstamos a corto plazo para adquisición de vivienda se situaron en el 3,2%, alrededor de 10 puntos básicos por encima del nivel registrado en el mes precedente, y los tipos de interés del crédito al consumo fueron del 5,3%, unos 18 puntos básicos por encima del nivel que se registró en abril. La imagen relativa a las sociedades no financieras es más dispar. Los tipos de interés de los descubiertos experimentaron un ligero incremento. Los tipos de interés de los préstamos a corto plazo por importes reducidos (es decir, préstamos hasta un millón de euros) también tendieron subir, y se situaron en el 3,9%, frente al 3,8% de abril, mientras que estos mismos tipos de interés, pero aplicados a préstamos por importes elevados (es decir, de más de un millón de euros), se redujeron ligeramente, situándose en el 2,7% en mayo de 2011 (frente al 2,8% de abril). Por consiguiente, al haber aumentado el EURIBOR 10 puntos básicos en mayo, el diferencial entre los tipos de interés de los préstamos a corto plazo concedidos por las IFM a las sociedades no financieras y el tipo a tres meses del mercado monetario continuó reduciéndose en ese mes, mientras que el diferencial entre los tipos de interés de los préstamos a corto plazo otorgados a los hogares y el tipo a tres meses del mercado monetario se mantuvo, en promedio, prácticamente sin cambios (véase gráfico 18).

**Gráfico 17 Tipos de interés a corto plazo aplicados por las IFM y tipo de mercado a corto plazo**

(porcentaje; tipos de interés de las nuevas operaciones)



Fuente: BCE.

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

Desde una perspectiva de más largo plazo, durante el ciclo de relajación de la política monetaria se produjo una transmisión significativa de las variaciones observadas en los tipos de interés de mercado a los tipos de interés de los préstamos y créditos aplicados por las entidades de crédito. Desde octubre de 2008 hasta abril de 2010, el EURIBOR a tres meses registró un descenso de más de 400 puntos básicos y desde entonces se ha recuperado de forma moderada. Mientras tanto, los tipos de interés a corto plazo tanto de los créditos a hogares para adquisición de vivienda como de los préstamos concedidos a las sociedades no financieras disminuyeron alrededor de 300 puntos básicos. En los últimos trimestres, los tipos de interés de los préstamos a corto plazo también empezaron a repuntar y a aumentar gradualmente.

En cuanto a los vencimientos a más largo plazo, la mayor parte de los tipos de interés aplicados por las IFM a los préstamos a hogares también se incrementaron, aunque parece que la evolución ha sido más dispar en el caso de los tipos de interés de los préstamos otorgados a las sociedades no financieras. Más concretamente, los tipos de los préstamos a hogares para adquisición de vivienda a más de cinco años y hasta diez años de fijación del tipo inicial registraron una subida ligeramente inferior a 10 puntos básicos, y se situaron en el 4,2% en mayo de 2011. Del mismo modo, los tipos de interés medios de los préstamos por importes reducidos a más de cinco años de fijación del tipo inicial aumentaron 20 puntos básicos. No obstante, al mismo tiempo, los tipos de interés aplicados a los préstamos por importes ele-

**Gráfico 18 Diferenciales entre los tipos de interés a corto plazo aplicados por las IFM y el tipo a tres meses del mercado monetario**

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

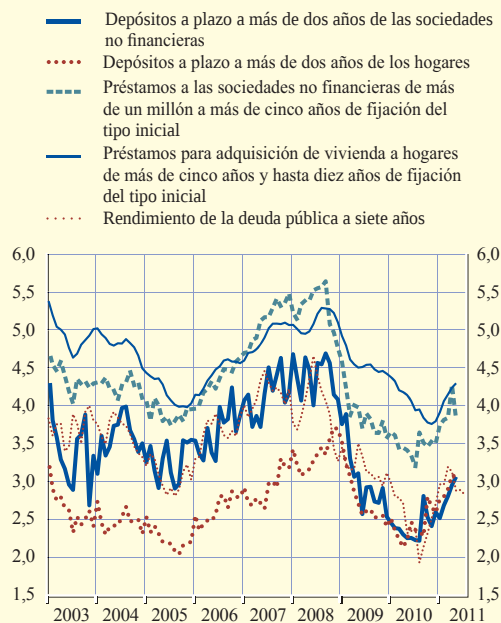


Fuente: BCE.

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

**Gráfico 19 Tipos de interés a largo plazo aplicados por las IFM y tipo de mercado a largo plazo**

(porcentaje; tipos de interés de las nuevas operaciones)



Fuente: BCE.

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

vados y con un plazo de vencimiento similar se redujeron 45 puntos básicos, hasta situarse en el 3,8 % en mayo de 2011, corrigiendo el máximo registrado en el mes anterior.

En mayo de 2011, el diferencial entre los tipos de interés de los préstamos a largo plazo concedidos a los hogares y el rendimiento de la deuda pública a largo plazo con calificación AAA repuntó en torno a 30 puntos básicos, hasta situarse en unos 130 puntos básicos, como consecuencia del movimiento en direcciones opuestas que se observó entre el menor rendimiento de los bonos y el aumento de los tipos de interés de los préstamos. En el caso de las sociedades no financieras, el diferencial correspondiente frente a los préstamos por importes elevados se mantuvo prácticamente sin cambios, pero el diferencial frente a los préstamos por importes reducidos también se amplió en torno a 30 puntos básicos.

Desde una perspectiva de largo plazo, las entidades de crédito de la zona del euro han ajustado los tipos de interés de los préstamos a largo plazo concedidos a las sociedades no financieras prácticamente en línea con las variaciones observadas en los rendimientos de la deuda pública a largo plazo con calificación AAA. Por el contrario, los tipos de interés de los préstamos a largo plazo concedidos a los hogares mostraron una transmisión algo más incompleta y lenta.

## 2.6 MERCADOS DE RENTA VARIABLE

*En junio y a principios de julio, las cotizaciones bursátiles se mantuvieron, en general, estables tanto en la zona del euro como en Estados Unidos. Durante la mayor parte de junio, el descenso de las cotizaciones bursátiles estuvo determinado por la incertidumbre respecto a la fortaleza de la recuperación mundial y las revisiones a la baja de la misma. Además, el aumento de las tensiones en los mercados de deuda soberana de la zona del euro contribuyó negativamente a la evolución de los precios de las acciones. Una vez que remitieron las tensiones, en los últimos días de junio, las cotizaciones se recuperaron. La incertidumbre de los mercados bursátiles, medida por la volatilidad implícita, aumentó inicialmente a ambos lados del Atlántico, pero se redujo hacia finales del período considerado.*

Las cotizaciones bursátiles de la zona del euro y de Estados Unidos descendieron durante la mayor parte de junio, pero se recuperaron en los últimos días del mes y a comienzos de julio. En general, las cotizaciones de la zona del euro, medidas por el índice amplio Dow Jones EURO STOXX, prácticamente no experimentaron variaciones entre el 31 de mayo y el 6 de julio. En Estados Unidos el índice Standard & Poor's 500 también se mantuvo, en general, estable (véase gráfico 20). Durante el mismo período, las cotizaciones bursátiles de Japón, medidas por el índice Nikkei 225, subieron un 4 %.

El descenso de las cotizaciones bursátiles durante la mayor parte de junio, que fue generalizado en todos los sectores a ambos lados del Atlántico, reflejó principalmente la incertidumbre respecto a la fortaleza de la recuperación mundial y las revisiones a la baja de la misma. Examinando los datos publicados, se observa que las cifras sobre el empleo en Estados Unidos resultaron decepcionantes en relación con las expectativas de los mercados, lo que se reflejó en una significativa caída de las cotizaciones bursátiles de Estados Unidos a comienzos de junio. Además, las tensiones en los mercados de deuda de la zona del euro resultaron ser otro factor de incertidumbre, especialmente con respecto a las perspectivas del sector financiero. En los últimos días de junio, a medida que las noticias sobre la continuación del programa de ajuste de Grecia se tornaban cada vez más positivas, se redujo la aversión al riesgo y repuntaron las cotizaciones bursátiles. En la zona del euro, el crecimiento efectivo anual de los beneficios por acción de las empresas que integran el índice Dow Jones EURO STOXX descendió hasta el 29 %, desde el

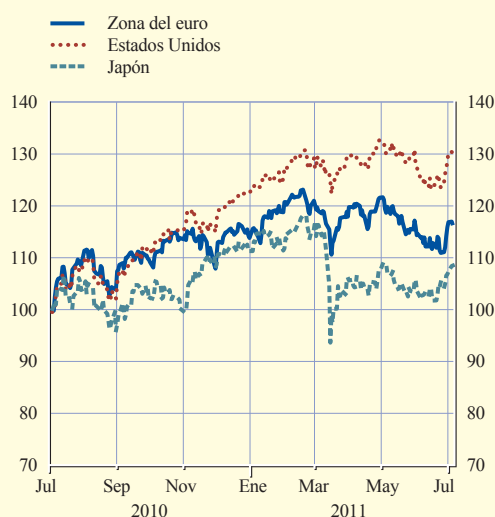
32% de mayo, mientras que los participantes en las encuestas todavía prevén que el crecimiento de los beneficios por acción a 12 meses vista se mantendrá en torno al 12%.

Tanto en la zona del euro como en Estados Unidos, el nivel de incertidumbre en los mercados de renta variable, medido por la volatilidad implícita, aumentó durante la primera parte del período analizado y se redujo en los últimos días (véase gráfico 21). Esta evolución reflejó, en gran medida, los cambios de percepción de los mercados respecto a la crisis de la deuda soberana.

En general, los índices bursátiles de la zona del euro descendieron en todos los sectores durante la mayor parte de junio y repuntaron en los últimos días del mes y a comienzos de julio. En particular, las cotizaciones del sector financiero de la zona del euro registraron una fuerte caída al intensificarse las tensiones en algunos mercados de deuda soberana de la zona del euro. A finales del período de referencia, experimentaron una recuperación, pero se situaron ligeramente por debajo del nivel observado a finales de mayo. Los mejores resultados se registraron, entre otros, en los sectores de bienes de consumo, atención sanitaria y materias primas. El descenso más significativo de las cotizaciones se observó en los sectores de servicios de consumo, empresas de servicios públicos (*utilities*) y telecomunicaciones. En Estados Unidos, se registraron ligeros aumentos de las cotizaciones en los sectores de servicios de consumo, industria y empresas de servicios públicos (*utilities*), mientras que los sectores financiero y de telecomunicaciones se situaron entre los que mostraron peores resultados.

**Gráfico 20 Índices bursátiles**

(índice: 1 de julio de 2010 = 100; datos diarios)

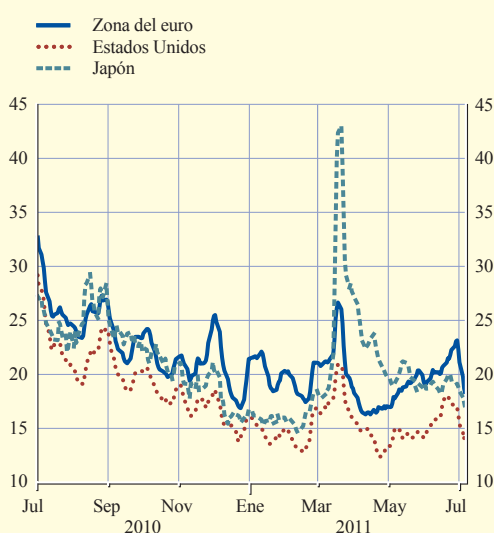


Fuentes: Thomson Reuters.

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 21 Volatilidad implícita de los mercados de renta variable**

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



Fuente: Bloomberg.

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

### 3 PRECIOS Y COSTES

Según el avance de Eurostat, la inflación interanual de la zona del euro medida por el IAPC fue del 2,7% en junio de 2011, la misma tasa que en mayo. Las tasas relativamente elevadas registradas por la inflación en los últimos meses reflejan, en gran medida, la subida de los precios de la energía y de las materias primas. Sigue siendo de primordial importancia que el aumento de la inflación medida por el IAPC no provoque efectos de segunda vuelta en la fijación de precios y salarios, dando lugar a presiones inflacionistas generalizadas. Las expectativas de inflación deben permanecer firmemente ancladas, en consonancia con el objetivo del Consejo de Gobierno de mantener las tasas de inflación en un nivel inferior, aunque próximo, al 2% a medio plazo. Los riesgos para las perspectivas de evolución de los precios a medio plazo siguen al alza.

#### 3.1 PRECIOS DE CONSUMO

Según el avance de Eurostat, la inflación interanual de la zona del euro medida por el IAPC fue del 2,7% en junio de 2011, sin cambios con respecto al mes anterior (véase cuadro 5). Los datos del Boletín Petrolífero semanal de la Comisión Europea, que proporciona información sobre la evolución de aproximadamente la mitad del componente energético del IAPC, muestran que, en junio, los precios de consumo de los combustibles para transporte y el gasóleo para calefacción disminuyeron ligeramente en comparación con el mes anterior, contribuyendo con ello a atenuar las presiones inflacionistas.

En mayo, el último mes para el que se dispone de una desagregación oficial, la tasa de variación interanual de los precios de la energía se redujo hasta el 11,1%, frente al 12,5% registrado en abril, lo que es atribuible al descenso intermensual de los precios de los productos derivados del petróleo (como los combustibles líquidos y los combustibles y lubricantes para vehículos privados) y a un reducido efecto de base a la baja.

La tasa de variación interanual de los precios de los alimentos no elaborados experimentó un fuerte avance, pasando del 1,4% registrado en abril al 2,4% de mayo, a causa de un efecto de base al alza, al que se sumó una subida intermensual de los precios de todas las partidas, salvo de las verduras.

La tasa de inflación interanual de los alimentos elaborados siguió aumentando, hasta situarse en el 3,2% en mayo, la tasa más alta observada desde enero de 2009, como consecuencia del incremento de las

**Cuadro 5 Evolución de los precios**

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

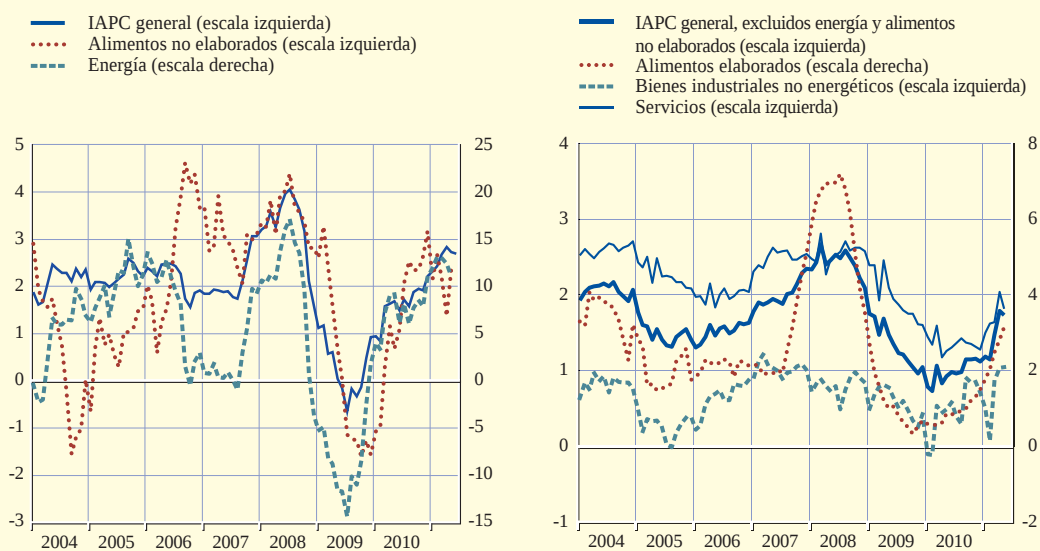
|                                               | 2009  | 2010 | 2011<br>Ene | 2011<br>Feb | 2011<br>Mar | 2011<br>Abr | 2011<br>May | 2011<br>Jun |
|-----------------------------------------------|-------|------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| <b>IAPC y sus componentes</b>                 |       |      |             |             |             |             |             |             |
| Índice general <sup>1)</sup>                  | 0,3   | 1,6  | 2,3         | 2,4         | 2,7         | 2,8         | 2,7         | 2,7         |
| Energía                                       | -8,1  | 7,4  | 12,0        | 13,1        | 13,0        | 12,5        | 11,1        | .           |
| Alimentos no elaborados                       | 0,2   | 1,3  | 2,2         | 2,7         | 2,2         | 1,4         | 2,4         | .           |
| Alimentos elaborados                          | 1,1   | 0,9  | 1,8         | 2,0         | 2,5         | 2,8         | 3,2         | .           |
| Bienes industriales no energéticos            | 0,6   | 0,5  | 0,5         | 0,1         | 0,9         | 1,0         | 1,0         | .           |
| Servicios                                     | 2,0   | 1,4  | 1,5         | 1,6         | 1,6         | 2,0         | 1,8         | .           |
| <b>Otros indicadores de precios</b>           |       |      |             |             |             |             |             |             |
| Precios industriales                          | -5,1  | 2,9  | 5,9         | 6,6         | 6,8         | 6,7         | 6,2         | .           |
| Precios del petróleo (euro/barril)            | 44,6  | 60,7 | 72,6        | 76,6        | 82,1        | 85,1        | 79,8        | 79,1        |
| Precios de las materias primas no energéticas | -18,5 | 44,7 | 46,0        | 47,5        | 35,7        | 15,1        | 11,1        | 8,8         |

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

1) La inflación medida por el IAPC de junio de 2011 corresponde a una estimación preliminar de Eurostat.

**Gráfico 22 Desagregación del IAPC por principales componentes**

(tasas de variación interanual; datos mensuales)



Fuente: Eurostat.

tasas de variación interanual de los precios de muchas partidas. Pese a este incremento, parece que, por el momento, la transmisión de las recientes subidas de los precios de las materias primas alimenticias a los consumidores sigue siendo incompleta. La tasa de variación interanual de los precios del tabaco descendió levemente en mayo por segundo mes consecutivo.

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 redujo ligeramente, desde el 1,6 % registrado en abril hasta el 1,5 % de mayo. No obstante, esta partida agregada, que consta de dos componentes, es decir, servicios y bienes industriales no energéticos, ha venido creciendo en los últimos meses a tasas interanuales más elevadas que en el segundo semestre de 2010.

En mayo, la tasa de variación interanual de los bienes industriales no energéticos se mantuvo estable en el 1 %, ocultando, entre otros aspectos, el aumento de las tasas de variación interanual de los precios de las prendas de vestir y del calzado y las menores subidas de otras partidas. La inflación de precios de los servicios se redujo del 2 % en abril al 1,8 % de mayo, debido, en particular, al descenso de las tasas de variación interanual de los precios de los servicios recreativos y personales (sobre todo las vacaciones organizadas). Esta última partida ha registrado tasas de variación interanual relativamente elevadas en el mes anterior, debido a que las vacaciones de Semana Santa de 2011 tuvieron lugar en fechas distintas a las de 2010.

### 3.2 PRECIOS INDUSTRIALES

La inflación de los precios industriales (excluida la construcción) disminuyó hasta situarse en una tasa interanual del 6,2 % en mayo de 2011, frente al 6,7 % de abril. La reducción de las presiones inflacionistas se debe, en gran medida, a la evolución de los sectores energético y de bienes intermedios, que se encuen-

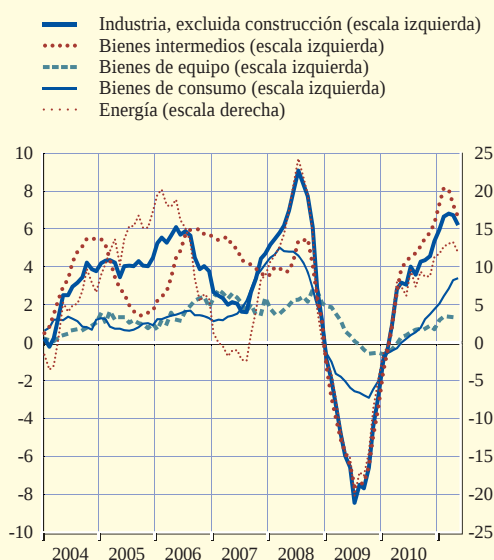
tran en las primeras fases de la cadena de producción y se vieron afectados de manera más inmediata por la reciente moderación de los precios de las materias primas (véase gráfico 23). La inflación medida por el IPRI, excluida la construcción y la energía, cayó hasta el 4,2 % en mayo, frente al 4,4 % de abril.

En fases posteriores de la cadena de producción, la inflación de los precios industriales en las ramas de bienes de consumo volvió a aumentar en mayo, desde el 3,3 % hasta el 3,4 %, debido a pequeños incrementos tanto en el componente de materias primas alimenticias como en el de materias primas no alimenticias. La tasa de variación interanual del componente de alimentos del IPRI se elevó del 5,2 % de abril al 5,4 % de mayo, manteniéndose por debajo de las tasas registradas en 2008, y sugiere una transmisión aún incompleta de los precios de las materias primas alimenticias a los precios industriales y de consumo. La tasa de variación interanual de los bienes de consumo no alimenticios también siguió acelerándose, desde el 1,1 % hasta el 1,3 %, igualando el último máximo alcanzado en octubre de 2007. La evolución gradual al alza observada en la inflación de los precios de industriales de la rama de bienes de consumo durante los últimos meses señala las continuas presiones latentes sobre la inflación subyacente de los precios de consumo existentes a nivel interno, mientras que las presiones externas derivadas de los precios de importación han registrado un descenso progresivo desde diciembre de 2010, como consecuencia de la apreciación del euro.

De cara al futuro, la mayor parte de los indicadores procedentes de las encuestas de precios, que adelantan la evolución del IPRI, continuaron disminuyendo en junio, aunque se mantuvieron por encima de sus medias históricas (véase gráfico 24). El índice de precios de bienes intermedios en las manufacturas de la encuesta a los directores de compras (PMI) registró una fuerte caída por segunda vez consecutiva, pasando de 69,4 en mayo a 62,5 en junio, mientras que el índice de precios de venta solo disminuyó ligeramente,

**Gráfico 23 Desagregación de los precios industriales**

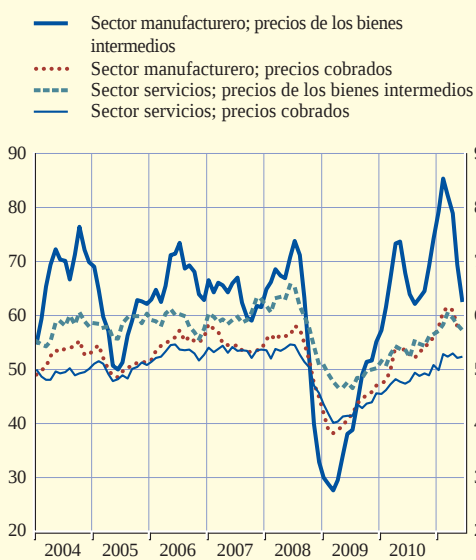
(tasas de variación interanual; datos mensuales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

**Gráfico 24 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 58,0 a 57,2. En el sector servicios, el índice de precios de venta se incrementó en cierta medida, de 52,1 en mayo a 52,4 en junio, mientras que el índice de precios de bienes intermedios se redujo de 58,3 a 57,3.

En resumen, la disminución de la tasa de variación interanual de los precios industriales es consecuencia de una cierta moderación en los precios de las materias primas. Sin embargo, los últimos datos sobre precios industriales siguen indicando presiones latentes continuadas.

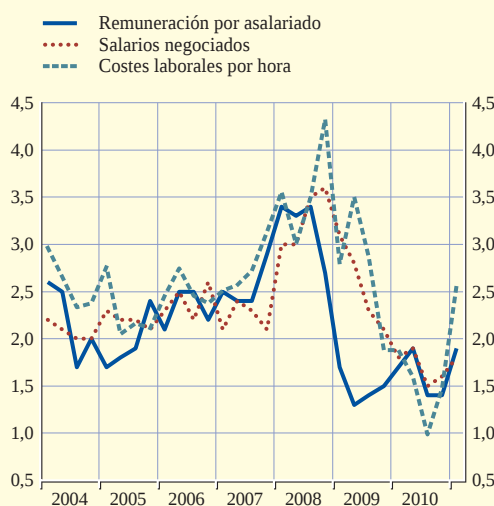
### 3.3 INDICADORES DE COSTES LABORALES

Los indicadores de costes laborales registraron un ligero avance en el primer trimestre de 2011, en correspondencia con la mejora sostenida observada en la situación de los mercados de trabajo. La información preliminar sobre los salarios negociados correspondiente a abril sugiere que el patrón de crecimiento de los salarios, aún moderado pero en aumento, ha continuado, en general, en 2011. Las subidas salariales registradas en 2010, y en gran medida también en 2011, fueron acordadas hasta principios de 2011, antes del repunte de la inflación general, que tuvo su origen en el fuerte incremento de los precios de las materias primas.

Los salarios negociados de la zona del euro crecieron un 1,8%, en tasa interanual, en el primer trimestre de 2011, tras el 1,6% del cuarto trimestre de 2010 (véase cuadro 6 y gráfico 25). La tasa de crecimiento interanual de los costes laborales por hora aumentó de manera pronunciada, hasta el 2,6%, en el primer trimestre de 2011, tras una tasa de crecimiento, revisada a la baja, del 1,5% en el cuarto trimestre de 2010. Este aumento fue generalizado en todos los sectores (véase gráfico 26). El crecimiento de los costes laborales por hora se aceleró en la mayoría de los países, pero se moderó en algunos otros, mientras que Irlanda y Grecia informaron de caídas interanuales de los costes laborales por hora. Dentro de los costes laborales por hora para el conjunto de la zona del euro, los costes no salariales siguieron creciendo con más rapidez que el componente de sueldos y salarios.

Gráfico 25 Indicadores de costes laborales

(tasas de variación interanual; datos trimestrales)



Fuentes: Eurostat, datos nacionales y cálculos del BCE.

Cuadro 6 Indicadores de costes laborales

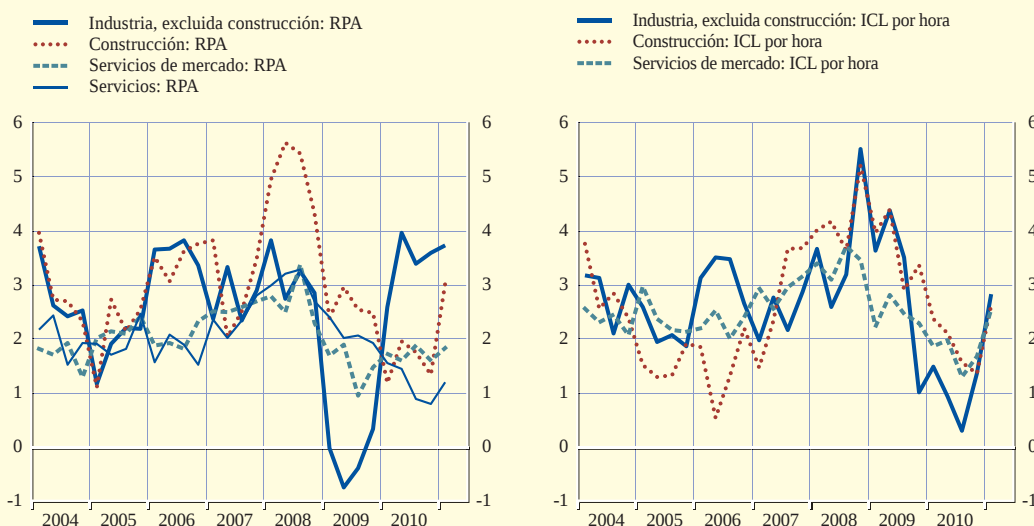
(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

|                                   | 2009 | 2010 | 2010<br>I | 2010<br>II | 2010<br>III | 2010<br>IV | 2011<br>I |
|-----------------------------------|------|------|-----------|------------|-------------|------------|-----------|
| Salarios negociados               | 2,6  | 1,7  | 1,8       | 1,9        | 1,5         | 1,6        | 1,8       |
| Costes laborales totales por hora | 2,8  | 1,5  | 1,9       | 1,6        | 1,0         | 1,5        | 2,6       |
| Remuneración por asalariado       | 1,5  | 1,6  | 1,7       | 1,9        | 1,4         | 1,4        | 1,9       |
| <i>Pro memoria:</i>               |      |      |           |            |             |            |           |
| Productividad del trabajo         | -2,3 | 2,2  | 2,2       | 2,6        | 2,1         | 1,7        | 2,1       |
| Costes laborales unitarios        | 3,9  | -0,6 | -0,5      | -0,7       | -0,7        | -0,3       | -0,2      |

Fuentes: Eurostat, datos nacionales y cálculos del BCE.

**Gráfico 26 Evolución de los costes laborales por sectores**

(tasas de variación interanual; datos trimestrales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: RPA = remuneración por asalariado; ICL = índice de costes laborales.

La tasa de crecimiento interanual de la productividad del trabajo por persona ocupada aumentó hasta el 2,1 % en el primer trimestre de 2011, desde el 1,7 % del cuarto trimestre de 2010. Como la tasa de crecimiento interanual superó la de la remuneración por asalariado (1,9 % en el primer trimestre de 2011, tras el 1,4 % del cuarto trimestre de 2010), los costes laborales unitarios experimentaron un descenso interanual del 0,2 %, ligeramente menor que la reducción observada en el cuarto trimestre de 2010, que fue del 0,3 %.

### 3.4 PERSPECTIVAS DE INFLACIÓN

De cara al futuro, es probable que las tasas de inflación se mantengan claramente por encima del 2 % en los próximos meses. Las presiones al alza sobre la inflación, generadas fundamentalmente por los precios de la energía y de las materias primas, siguen siendo evidentes en las primeras fases del proceso de producción. Sigue siendo de primordial importancia que el aumento de la inflación medida por el IAPC no provoque efectos de segunda vuelta en la fijación de precios y salarios, dando lugar a presiones inflacionistas generalizadas. Las expectativas de inflación deben permanecer firmemente ancladas, en consonancia con el objetivo del Consejo de Gobierno de mantener las tasas de inflación en un nivel inferior, aunque próximo, al 2 % a medio plazo.

Los riesgos para las perspectivas de evolución de los precios a medio plazo siguen al alza y están relacionados, en particular, con subidas de los precios de la energía mayores de lo previsto. Además, existe el riesgo de que los impuestos indirectos y los precios administrados registren aumentos mayores de lo que se espera actualmente, debido a la necesidad de sanear las finanzas públicas en los próximos años. Por último los riesgos al alza pueden proceder, asimismo, de presiones inflacionistas sobre los precios internos más pronunciadas de lo previsto en un contexto de incremento de la utilización de la capacidad productiva en la zona del euro.

## 4 PRODUCTO, DEMANDA Y MERCADO DE TRABAJO

En el primer trimestre de 2011, el PIB real de la zona del euro registró un fuerte crecimiento intertrimestral del 0,8%, tras el aumento del 0,3% observado en el cuarto trimestre de 2010. Las últimas estimaciones estadísticas y los indicadores de opinión apuntan a una expansión sostenida, aunque más lenta, de la actividad económica de la zona del euro en el segundo trimestre de este año. Esta moderación refleja el hecho de que el fuerte crecimiento observado en el primer trimestre se debió, en parte, a factores especiales.

Se mantiene el positivo dinamismo subyacente de la actividad económica en la zona del euro. Las exportaciones de la zona deberían seguir sosteniendo la expansión en curso de la economía mundial. Al mismo tiempo, si se tiene en cuenta el nivel actual de la confianza empresarial en la zona del euro, es probable que la demanda del sector privado contribuya al crecimiento económico. Sin embargo, se prevé que el proceso de ajuste de los balances que se está llevando a cabo en varios sectores continúe moderando, en cierta medida, la actividad. En un contexto de elevada incertidumbre, los riesgos para estas perspectivas económicas siguen estando prácticamente equilibrados.

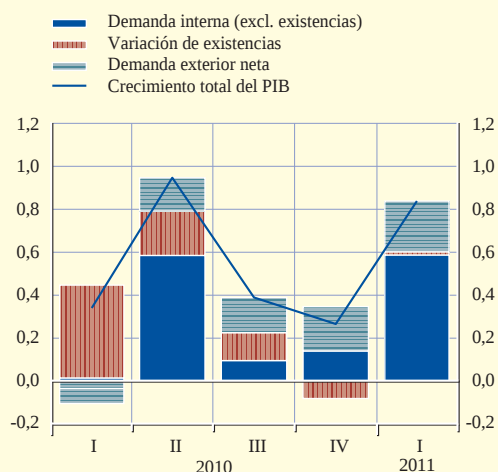
### 4.1 PIB REAL Y COMPONENTES DE LA DEMANDA

El PIB real de la zona del euro se elevó un 0,8%, en tasa intertrimestral, en el primer trimestre de 2011 (véase gráfico 27). El crecimiento intertrimestral medio desde el mínimo cíclico más reciente observado en el segundo trimestre de 2009 ha sido del 0,5%, ligeramente por encima del crecimiento medio registrado desde 1995<sup>1</sup>. Pese a esta favorable evolución, el nivel del producto en el primer trimestre siguió situándose por debajo del máximo alcanzado en el primer trimestre de 2008.

1 Las cuentas nacionales trimestrales de la zona del euro, publicadas por Eurostat, solo están disponibles a partir del primer trimestre de 1995.

**Gráfico 27 Crecimiento del PIB real y contribuciones**

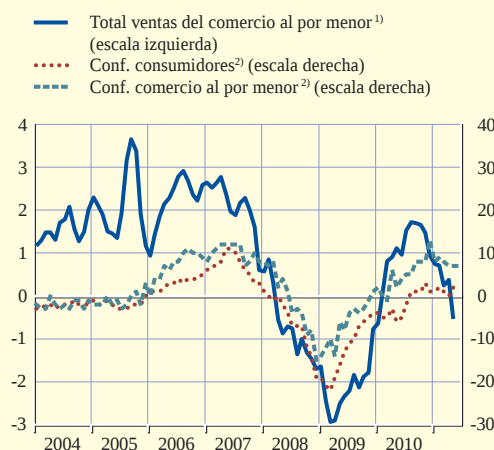
(tasa de crecimiento intertrimestral y contribuciones trimestrales en puntos porcentuales; datos desestacionalizados)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

**Gráfico 28 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.  
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 del año, el consumo privado registró un avance del 0,2 %, en términos intertrimestrales, tras un incremento del 0,3 % en el último trimestre de 2010. A pesar de que el consumo ha mostrado tasas de crecimiento positivas durante seis trimestres consecutivos, su ritmo de recuperación ha sido especialmente lento.

En lo que se refiere al segundo trimestre de 2011, la información sobre el consumo privado señala el mantenimiento de una débil evolución del gasto en consumo. Las ventas del comercio al por menor, que se redujeron un 0,2 %, en tasa intertrimestral, en el primer trimestre, volvieron a contraerse un 1,1 % en mayo de 2011. Los datos de las encuestas de opinión relativos al sector minorista, disponibles hasta junio de 2011 inclusive, también son coherentes con un crecimiento más moderado de las ventas del comercio al por menor en el segundo trimestre de 2011 (véase gráfico 28). Al mismo tiempo, las matriculaciones de automóviles disminuyeron en mayo por tercer mes consecutivo (0,4 %, en tasa intermensual). Según la encuesta de opinión de los consumidores de la Comisión Europea, los indicadores de confianza de los consumidores y de compras esperadas de bienes duraderos se mantuvieron prácticamente estabilizados en el segundo trimestre de 2011. Este último indicador continúa situándose en niveles reducidos, lo que sugiere que los consumidores siguen comportándose con cautela a la hora de tomar decisiones relativas a la adquisición de bienes de consumo duradero (véase recuadro 4).

#### Recuadro 4

##### GASTO DE LOS HOGARES, CONFIANZA DE LOS CONSUMIDORES Y CONSUMO DE BIENES DURADEROS

El gasto de los hogares de la zona del euro ha aumentado de forma constante desde que terminara la recesión en 2009. Sin embargo, la velocidad de recuperación del consumo privado ha sido relativamente moderada desde un punto de vista histórico, y el crecimiento del consumo ha sido más contenido que el crecimiento económico general. Mientras que el crecimiento intertrimestral del PIB de la zona del euro se ha situado en un promedio del 0,5 % desde que se inició la recuperación en el tercer trimestre de 2009, el crecimiento del consumo ha sido del 0,2 %, en promedio<sup>1</sup>. En cambio, la encuesta de opinión de los consumidores de la Comisión Europea ha señalado un incremento más acusado en los últimos 18 meses, situándose actualmente el indicador de confianza de los consumidores por encima de su media histórica. En este recuadro se analiza la información sobre la evolución del consumo obtenida a partir de la encuesta de la Comisión.

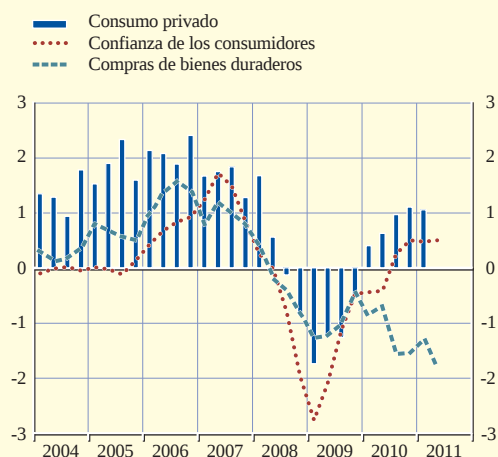
La encuesta de opinión de la Comisión Europea formula a los participantes preguntas relativas a sus circunstancias personales y a su opinión sobre las perspectivas económicas generales. El indicador general de confianza de los consumidores resume las respuestas a cuatro preguntas en relación con la opinión de los hogares sobre la situación económica general, la evolución del desempleo, su situación financiera personal y sus intenciones respecto al ahorro<sup>2</sup>. En el pasado, el indicador de confianza de los consumidores estaba estrechamente correlacionado con la evolución del consumo agregado de la zona del euro, aunque solía seguir más los movimientos cíclicos a largo plazo del consumo (por ejemplo, el crecimiento interanual) que los de corto plazo (por ejemplo, el crecimiento intertrimestral). Sin embargo, la serie obtenida a partir de otra pregunta planteada en la encuesta, que no se utiliza para compilar el indicador de confianza de los consumidores y que indaga sobre si los consumidores piensan efectuar

1 Véase el recuadro titulado «La actual recuperación de la zona del euro en los componentes del gasto desde una perspectiva histórica», *Boletín Mensual*, BCE, febrero de 2011.

2 Para más detalles de la encuesta de opinión de los consumidores de la Comisión Europea, véase el recuadro titulado «Compilación, utilidad y evolución reciente del indicador de confianza de los consumidores de la zona del euro», *Boletín Mensual*, BCE, marzo de 2010.

**Gráfico A Consumo privado y datos de las encuestas**

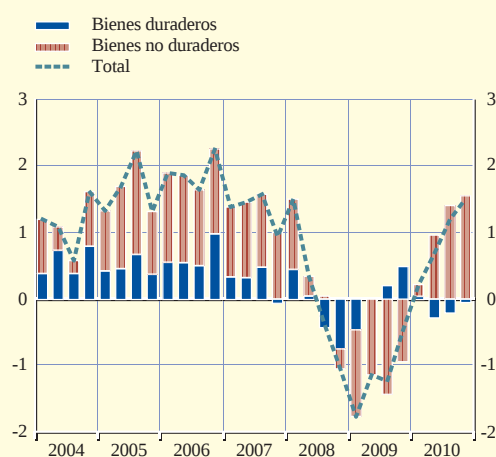
(tasa de variación interanual; desviaciones típicas respecto a las medias de las series)



Fuentes: Comisión Europea y Eurostat.

**Gráfico B Detalle del consumo privado de la zona del euro**

(tasas de variación interanual; puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

compras de bienes de consumo duradero en el futuro próximo, ha mostrado una correlación ligeramente mayor con la evolución del consumo privado que el indicador de confianza de los consumidores o que cualquiera de sus componentes<sup>3</sup>. En el pasado, esta serie también se movió bastante en línea con el indicador general de confianza de los consumidores. No obstante, más recientemente su evolución ha sido divergente: mientras que la confianza general de los consumidores ha señalado una continua expansión cíclica del crecimiento del consumo, la serie relativa a las intenciones de los hogares respecto a realizar compras de bienes duraderos empezó a descender de nuevo a principios de 2010 (véase gráfico A).

La disociación de las dos series parece estar relacionada con la evolución divergente del consumo de bienes duraderos y no duraderos de los hogares<sup>4</sup>. Como puede observarse en el gráfico B, la mayor parte del repunte del consumo durante 2010 tuvo su origen en las compras de bienes y servicios no duraderos por parte de los hogares. La contribución del consumo duradero fue prácticamente neutra, ya que las aportaciones positivas del consumo de bienes duraderos, excluidos los automóviles, se vieron compensadas por el fuerte descenso de las compras de vehículos al darse por terminados los planes públicos que alentaban la adquisición de automóviles durante la recesión. Las series de las encuestas reflejan dichas circunstancias: mientras que la confianza de los consumidores se ha movido en línea con el consumo agregado, la serie de compras de bienes importantes ha seguido de manera razonablemente estrecha la evolución reciente del consumo de bienes duraderos, que mantuvo su debilidad durante 2010.

Una posible explicación del retraimiento actual del consumo de bienes duraderos es que refleja un ajuste posterior a la acumulación de bienes duraderos en el período previo a la crisis. Antes de la recesión, los hogares habían incrementado sus compras de bienes duraderos y los habían acumulado. Con el inicio de la recesión y el empeoramiento de las perspectivas para el empleo, la renta y el pa-

3 El enunciado de la pregunta es el siguiente «Comparado con los últimos 12 meses, ¿esperas gastar más o menos en compras importantes (muebles, aparatos eléctricos/electrónicos, etc.) en los próximos 12 meses?».

4 Eurostat no publica la desagregación del consumo privado de la zona del euro en consumo de bienes duraderos y consumo de bienes no duraderos. En este recuadro, los agregados de la zona del euro se han aproximado utilizando los datos de países disponibles, que abarcan aproximadamente el 80% de la zona del euro. Véase el recuadro titulado «El consumo de bienes duraderos por parte de los hogares durante la última recesión», *Boletín Mensual*, BCE, julio de 2010.

trimonio, los hogares pueden haberse comportado de manera más cauta a la hora de decidir si adquirir más bienes duraderos. El gasto de los hogares en bienes duraderos descendió con rapidez durante la recesión, aunque el ajuste se vio interrumpido cuando los Gobiernos de algunos países de la zona del euro introdujeron incentivos para alentar la compra de automóviles por parte de los hogares. Sin embargo, al ir retirándose gradualmente estos planes durante 2010, el consumo de bienes duraderos por parte de los hogares volvió a ser negativo.

Otro posible factor es que, dados el elevado nivel de paro y la constante incertidumbre económica, los consumidores se hayan vuelto reacios a realizar compras de bienes duraderos o a incrementar el gasto una vez iniciada la recuperación. Por sus características, los bienes duraderos suelen ser más caros. Por otra parte, suelen durar y pueden utilizarse repetidamente, proporcionando a los consumidores un flujo de servicios durante varios años. Esto implica que poseen algunos de los atributos de los activos. Así pues, la decisión de adquirir bienes duraderos exige cierta confianza por parte de los hogares en cuanto a las perspectivas económicas. Al ser las perspectivas de crecimiento de la renta real disponible relativamente contenidas —afectadas por la escasa mejora observada en los mercados de trabajo, la consolidación fiscal y el aumento de los precios de las materias primas— y al seguir observándose un elevado grado de incertidumbre, puede que los hogares hayan seguido actuando con cautela a la hora de realizar grandes gastos en las etapas iniciales de la recuperación.

En resumen, la encuesta de opinión de los consumidores de la Comisión Europea arroja cierta luz sobre la evolución reciente del gasto de los hogares de la zona del euro. Mientras que el indicador general de confianza de los consumidores ha registrado una mejora gradual desde que comenzó la recuperación, el crecimiento del consumo privado ha sido relativamente moderado en la zona del euro, como consecuencia, en parte, de la renuencia de los hogares a realizar grandes gastos, como muestra la encuesta de la Comisión Europea. Puede que esto indique la persistencia de la incertidumbre que afecta a las decisiones de gasto de los hogares, que probablemente incida sobre el consumo de la zona del euro en el futuro próximo.

La formación bruta de capital fijo registró un fuerte aumento intertrimestral del 1,9% en el primer trimestre de 2011, tras mostrar un crecimiento negativo en el tercer y cuarto trimestre de 2010. Esta fue la primera tasa de crecimiento positiva de la inversión total desde el primer trimestre de 2008, salvo un incremento transitorio en el segundo trimestre de 2010. Por lo que se refiere al detalle de la inversión en el primer trimestre, se observó un avance tanto en la inversión, excluida la construcción, como la inversión en construcción, este último debido, en parte, a una corrección efectuada tras las condiciones meteorológicas inusualmente frías que se registraron en diciembre. Los indicadores disponibles señalan un crecimiento positivo y sostenido de la inversión en la zona del euro en el segundo trimestre de 2011, aunque a un ritmo más lento. Más concretamente, la debilidad de la inversión a raíz de la recesión, junto con la creciente producción del sector industrial, ha dado lugar a que la ratio de inversión total en relación con el PIB de la zona del euro alcanzara niveles históricamente bajos (véase el recuadro 5 para más información).

La producción industrial de bienes de equipo, un indicador de la inversión futura, excluida la construcción, se incrementó un 0,7% en abril, hasta situarse en torno a un 1% por encima del nivel observado en el primer trimestre. Los resultados de las encuestas relativas a la producción, excluida la construcción —tanto el índice de directores de compras (PMI) como el indicador de confianza industrial de la Comisión Europea— apuntan a un crecimiento positivo, pero en descenso, en el segundo trimestre. Además, la utilización de la capacidad productiva ha ido en aumento desde mediados de 2009, según las encuestas de la Comisión Europea, y en abril se situó en un nivel ligeramente por debajo de su media de largo plazo.

## Recuadro 5

### RATIOS DE INVERSIÓN EN LA ZONA DEL EURO

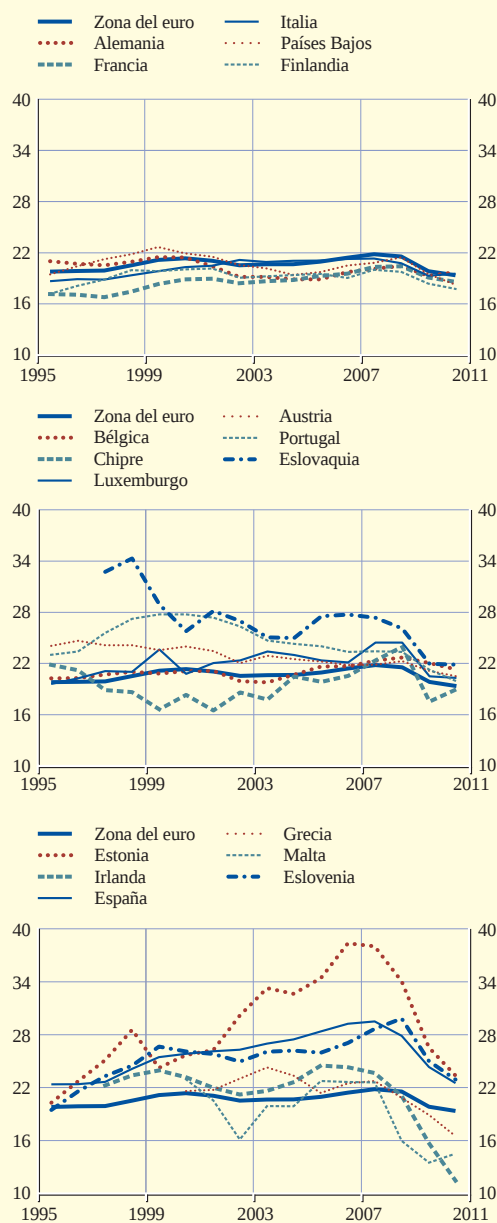
La inversión es un importante componente de la demanda agregada, que constituye aproximadamente una quinta parte del PIB real de la zona del euro. También influye en la oferta futura, ya que aumenta el *stock* de capital. Una determinada ratio de inversión en relación con el PIB real puede representar opciones viables de asignación intertemporal de recursos, pero en algunos casos también podría indicar una acumulación de desequilibrios si, por ejemplo, la inversión está excesivamente sesgada hacia actividades no generadoras de ingresos. Los factores que determinan la ratio de inversión suelen ser el crecimiento del PIB real, la tasa de depreciación del capital, los tipos de interés reales, el coste del capital y otros inputs de producción, así como la rentabilidad esperada<sup>1</sup>. Últimamente, la teoría de la inversión también ha tenido en cuenta las imperfecciones de los mercados. En este recuadro se presentan algunas regularidades empíricas acerca de las ratios de inversión en la zona del euro con respecto a la inversión total y por sectores.

#### La ratio de inversión de la zona del euro

La ratio de inversión real total en relación con el PIB real de la zona del euro se ha mantenido estable, en general, desde 1995 (véase gráfico A), ya que, en promedio, tanto la inversión total como el PIB registraron un crecimiento ligeramente inferior al 2 % por año. Dado que la inversión muestra mayor volatilidad a corto plazo que el PIB, se observan máximos y mínimos procíclicos en la ratio de inversión durante el ciclo económico. En 2010, la ratio de la zona se situó en el 19,4 %, lo que constituye un mínimo histórico desde el comienzo de la serie de la zona del euro, en 1995<sup>2</sup>.

### Gráfico A Ratio de inversión total en relación con el PIB

(en porcentaje del PIB real)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

- Estos factores explican la inversión privada, que representa alrededor del 90 % de la inversión total de la zona del euro. Véase, por ejemplo, R. Chirinko (1993), «Business Fixed Investment Spending: Modeling Strategies, Empirical Results, and Policy Implications», *Journal of Economic Literature*, vol. 31(4), pp. 1875-1911.
- El nivel de la ratio depende, entre otros factores, del año de referencia de la serie del deflactor utilizado para deflactor las series nominales del PIB y de la inversión. El año de referencia de la serie del deflactor es 2000.

La relativa estabilidad observada en la ratio de inversión total en relación con el PIB de la zona del euro durante los quince últimos años oculta diferencias considerables entre los distintos países de la zona. Aunque muchos países han mostrado patrones coyunturales cada vez más similares, los niveles de las ratios de inversión, así como la amplitud de sus fluctuaciones, han presentado importantes diferencias entre las economías de la zona del euro (véase gráfico A).

Aunque las ratios de inversión se mantuvieron relativamente estables en muchos países de la zona del euro, España y Estonia (y, hasta cierto punto, Chipre y Eslovenia) experimentaron aumentos pronunciados de estas ratios en la década que precedió a la crisis financiera de 2008. El fuerte crecimiento de la inversión en estos países puede ser consecuencia, en cierta medida, de los procesos de convergencia, en los que estas economías, que tenían un nivel de renta per cápita relativamente bajo, se beneficiaron de cuantiosos flujos de entrada de inversión directa extranjera.

Durante las desaceleraciones, y especialmente durante la última recesión, la mayor parte de los países experimentaron una disminución de sus ratios de inversión al reducirse la demanda total, aumentar el coste del capital y descender la rentabilidad. En 2010, las ratios de inversión en relación con el PIB de la zona del euro en su conjunto y de la mayor parte de los países que la integran cayeron hasta situarse en los niveles más bajos observados desde el inicio de la serie de la zona, en 1995. En Estonia e Irlanda, en particular, pero también en Malta, España, Eslovenia, Grecia, Eslovaquia y Chipre, se registraron considerables ajustes, de 5 puntos porcentuales o más, con respecto a los máximos observados.

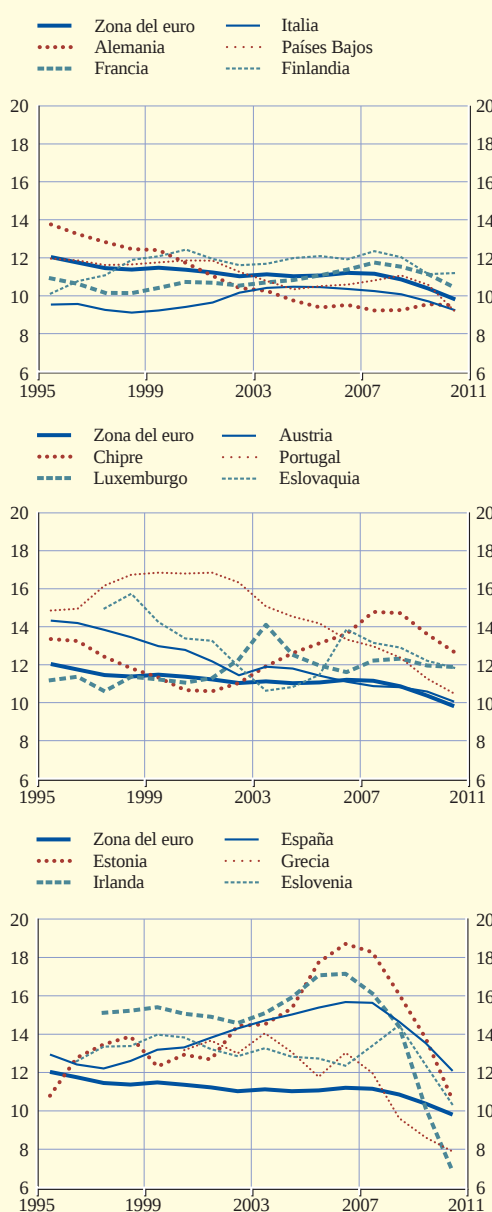
### Evolución por sectores de las ratios de inversión

Los dos sectores principales que proporcionan bienes de inversión son la construcción y el sector de productos metálicos y maquinaria. En 2010, la construcción representó alrededor del 50% de la inversión total de la zona del euro, y el sector de productos metálicos y maquinaria, en torno al 30%<sup>3</sup>. Aunque la participación de la

3 El resto de la inversión está formada por material de transporte (aproximadamente el 10%), otros productos y agricultura (que conjuntamente representan alrededor del 10%).

**Gráfico B Ratio de inversión en construcción en relación con el PIB**

(en porcentaje del PIB real)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.  
Nota: No se dispone de datos para Bélgica y Malta.

construcción en la inversión total de la zona ha disminuido en los quince últimos años, la del sector de productos metálicos y maquinaria ha experimentado un ligero aumento.

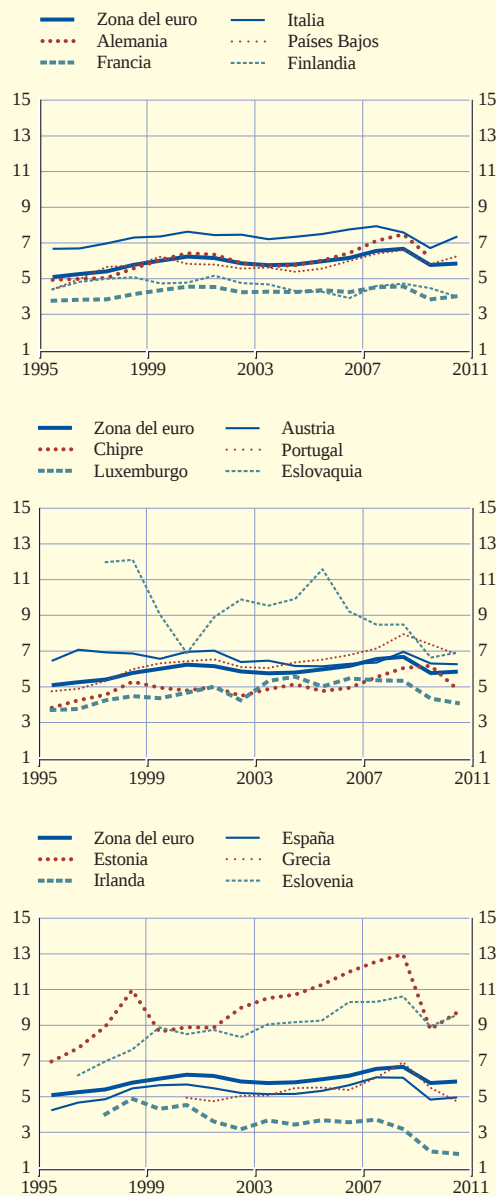
En muchos países de la zona del euro, las variaciones de la ratio de inversión en construcción en relación con el PIB han sido considerables en los quince últimos años (véase gráfico B), y explican gran parte del patrón observado en la evolución de las ratios de inversión total. Por ejemplo, en Alemania y Portugal, la ratio de inversión en construcción fue elevada a mediados y finales de la década de los noventa, reduciéndose gradualmente en la siguiente década. En Chipre, Irlanda, España y Estonia, esta ratio registró fuertes incrementos relacionados con el auge de la construcción en la década que precedió a la crisis de 2008.

Las ratios de inversión en construcción disminuyeron en todos los países de la zona del euro durante la recesión, especialmente en Chipre, Irlanda, España, Grecia, Estonia y Eslovaquia. Entre los países que antes de la crisis se caracterizaron por un fuerte desarrollo de la construcción, que en determinados casos fue, en cierta medida, insostenible, algunos (Chipre y Eslovaquia) todavía registran ratios relativamente elevadas, mientras que, en otros (Grecia, Irlanda, España, Estonia y Eslovenia), estas ratios se redujeron en 2010 hasta situarse en niveles próximos o inferiores a los observados antes del auge.

En el período que precedió a la crisis financiera, la ratio de inversión en productos metálicos y maquinaria en relación con el PIB en la mayor parte de los países de la zona del euro se caracterizó por una tendencia estable o ligeramente al alza (véase gráfico C). Las ratios de Estonia, Eslovenia y Eslovaquia aumentaron de manera más pronunciada, lo que pudo deberse a los cuantiosos flujos de capital invertidos en sus *stocks* de capital, habida cuenta de las expectativas de que la productividad fuera particularmente elevada durante la fase de transición para incorporarse a la Unión Europea y a la zona del euro. Pese a que, en estos países, los niveles de inversión cayeron de forma relativamente acusada durante la crisis, siguen siendo relativamente elevados. En general, la ratio de inversión en productos metálicos y

**Gráfico C Ratio de inversión en productos metálicos y maquinaria en relación con el PIB**

(en porcentaje del PIB real)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.  
Nota: No se dispone de datos para Bélgica y Malta.

maquinaria de los demás países de la zona del euro y la zona en su conjunto experimentó una corrección a la baja más limitada durante la crisis.

De cara al futuro, los reducidos niveles de la ratio de inversión total en relación con el PIB de la zona del euro, así como de muchos países de la zona, registrados en 2010, junto con los indicadores a corto plazo que apuntan a un aumento de la utilización de la capacidad productiva y de la producción de bienes de equipo y de la construcción, así como a un incremento de los nuevos pedidos de bienes de equipo, sugieren que hay margen para un crecimiento más pronunciado de la inversión<sup>4</sup>. Es posible que la inversión en construcción todavía siga afectada por los procesos de ajuste que se están llevando a cabo en algunos países, mientras que se espera que la inversión no residencial se recupere antes y con mayor intensidad.

4 Para más información sobre las perspectivas de inversión, véase el recuadro titulado «Perspectivas de inversión en la zona del euro: valoración basada en datos de encuestas y de utilización de la capacidad productiva», *Boletín Mensual*, BCE, febrero de 2011; y el recuadro titulado «Recuperación de la utilización de la capacidad productiva en la zona del euro», *Boletín Mensual*, BCE, octubre de 2010.

En abril de 2011, la producción de la construcción registró una subida del 1 %, en tasa intermensual, situándose un 0,7 % por encima de la media del primer trimestre. Mientras tanto, el indicador de confianza de la construcción publicado por la Comisión Europea mostró un leve avance entre el primer y el segundo trimestre de 2011, aunque se mantuvo por debajo de su media de largo plazo. Al mismo tiempo, el PMI de la construcción en la zona del euro se situó, en promedio, algo por encima de 50 en abril y en mayo, lo que indica un crecimiento positivo, pero muy moderado.

En lo que respecta a los flujos comerciales, las importaciones y las exportaciones siguieron aumentando a comienzos del segundo trimestre de 2011. En abril, los valores tanto de las importaciones como de las exportaciones a países no pertenecientes a la zona del euro crecieron a un ritmo más lento, mientras que el comercio de servicios se contrajo (en términos de intertrimestrales), en comparación con el primer trimestre de 2011. Los datos y las encuestas recientes sugieren que el comercio de la zona del euro siguió creciendo en el segundo trimestre de 2011. Sin embargo, como la actividad mundial ha mostrado recientemente señales de desaceleración, cabe esperar que en el futuro próximo se produzca una moderación en el crecimiento de las exportaciones de la zona del euro. Aunque se mantiene por encima del umbral de expansión de 50, el PMI de nuevos pedidos exteriores del sector manufacturero de la zona del euro, disponible hasta junio de 2011, ha estado contrayéndose desde febrero de 2011, lo que indica una cierta moderación en la dinámica exportadora de la zona del euro en el corto plazo.

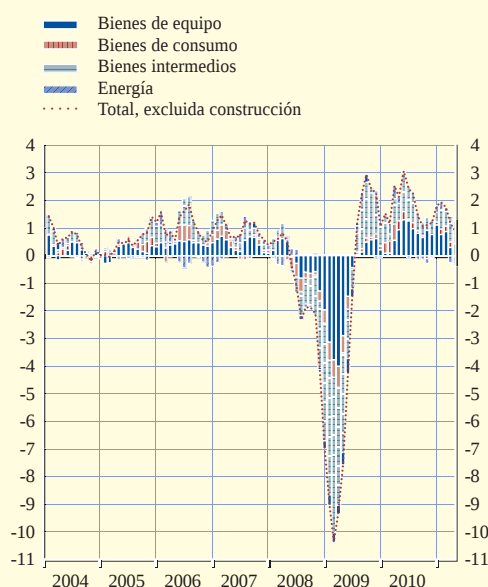
## 4.2 PRODUCTO, OFERTA Y MERCADO DE TRABAJO

El valor añadido real ha se incrementó un 0,8 %, en tasa intertrimestral, en el primer trimestre de 2011. La actividad en al industria (excluida la construcción) creció un 1,8 %, mientras que la actividad en los servicios aumentó un 0,4 %. Al mismo tiempo, el valor añadido de la construcción repuntó un 2,8 %.

Por lo que se refiere a la evolución en el segundo trimestre de 2011, en abril la producción industrial (excluida la construcción) registró un aumento intermensual del 0,4 %, tras haberse mantenido estable en el mes anterior. La producción en las principales ramas de actividad (excluida la energía) experimentó un avance en abril. En ese mismo mes, la tasa de crecimiento intertrimestral de la producción total siguió descendiendo, hasta alcanzar el 0,9 %, frente a la subida intertrimestral del 1,2 % en el primer

**Gráfico 29 Crecimiento de la producción industrial y contribuciones**

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

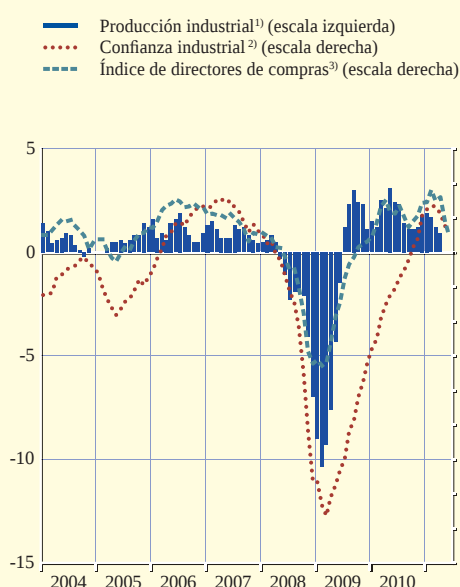


Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

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

**Gráfico 30 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.

1) Tasas de variación intertrimestral.

2) Saldos netos.

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

trimestre de 2011. Mientras tanto, los nuevos pedidos industriales de la zona del euro (excluido el material de transporte pesado) se redujeron un 0,4%, en tasa intermensual. La tasa de crecimiento intertrimestral de los nuevos pedidos siguió contrayéndose en abril, hasta situarse en el 1,8%, que sigue siendo más del doble del 0,8%, su media a largo. Esta evolución, sumada a los indicadores de opinión, confirma un crecimiento industrial sostenido, pero en descenso, en el segundo trimestre. El índice PMI de producción del sector manufacturero se retrajo en junio, situándose en un promedio de 56,0 en el segundo trimestre de 2011, frente al 59,7 del primer trimestre (véase gráfico 30). En el sector servicios se observa una imagen similar. El índice PMI de actividad comercial se contrajo en junio de 2011, situándose en un promedio de 55,5 en el segundo trimestre, 1,1 puntos por debajo del nivel del trimestre anterior. Otras encuestas de opinión, como las de la Comisión Europea, están prácticamente en línea con la evolución del PMI.

## MERCADO DE TRABAJO

La situación de los mercados de la zona del euro está mejorando gradualmente. El empleo creció un 0,1%, en tasa intertrimestral, en el primer trimestre de 2011, tras un aumento del 0,2% en el trimestre anterior (véase cuadro 7). Al mismo tiempo, las horas trabajadas registraron un incremento del 0,3% en el primer trimestre. La diferencia entre la evolución de las horas trabajadas y el empleo es acorde con la recuperación de los mercados de trabajo y debe considerarse un ajuste de la evolución observada durante la recesión, cuando una gran parte del descenso en el total de horas trabajadas se produjo a través de la reducción de la jornada de trabajo individual en lugar de a través del empleo.

**Cuadro 7 Crecimiento del empleo**

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

|                                      | Personas                      |      |                                           |            |           | Horas                         |      |                                           |            |           |
|--------------------------------------|-------------------------------|------|-------------------------------------------|------------|-----------|-------------------------------|------|-------------------------------------------|------------|-----------|
|                                      | Tasas<br>interanuales<br>2009 | 2010 | Tasas<br>intertrimestrales<br>2010<br>III | 2010<br>IV | 2011<br>I | Tasas<br>interanuales<br>2009 | 2010 | Tasas<br>intertrimestrales<br>2010<br>III | 2010<br>IV | 2011<br>I |
| Total de la economía                 | -1,9                          | -0,5 | 0,0                                       | 0,2        | 0,1       | -3,5                          | 0,4  | 0,1                                       | 0,0        | 0,3       |
| Del cual:                            |                               |      |                                           |            |           |                               |      |                                           |            |           |
| Agricultura y pesca                  | -2,4                          | -0,6 | 0,3                                       | 0,4        | -1,6      | -2,3                          | -1,2 | -0,1                                      | 0,0        | -0,5      |
| Industria                            | -5,7                          | -3,3 | -0,4                                      | -0,2       | 0,0       | -9,0                          | -1,3 | 0,2                                       | -0,5       | 0,6       |
| Excluida construcción                | -5,2                          | -3,1 | -0,2                                      | 0,1        | 0,3       | -9,2                          | -0,3 | 0,8                                       | 0,1        | 0,7       |
| Construcción                         | -6,7                          | -3,7 | -1,0                                      | -0,9       | -0,8      | -8,6                          | -3,3 | -0,9                                      | -1,7       | 0,5       |
| Servicios                            | -0,5                          | 0,5  | 0,1                                       | 0,3        | 0,2       | -1,6                          | 1,0  | 0,1                                       | 0,2        | 0,3       |
| Comercio y transporte                | -1,8                          | -0,6 | 0,0                                       | 0,3        | 0,1       | -3,0                          | 0,3  | -0,1                                      | 0,0        | 0,0       |
| Finanzas y empresas                  | -2,2                          | 1,0  | 0,2                                       | 0,3        | 0,9       | -3,5                          | 1,7  | 0,3                                       | 0,5        | 1,1       |
| Administración pública <sup>1)</sup> | 1,4                           | 1,1  | 0,1                                       | 0,2        | -0,1      | 1,0                           | 1,4  | 0,1                                       | 0,1        | 0,1       |

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

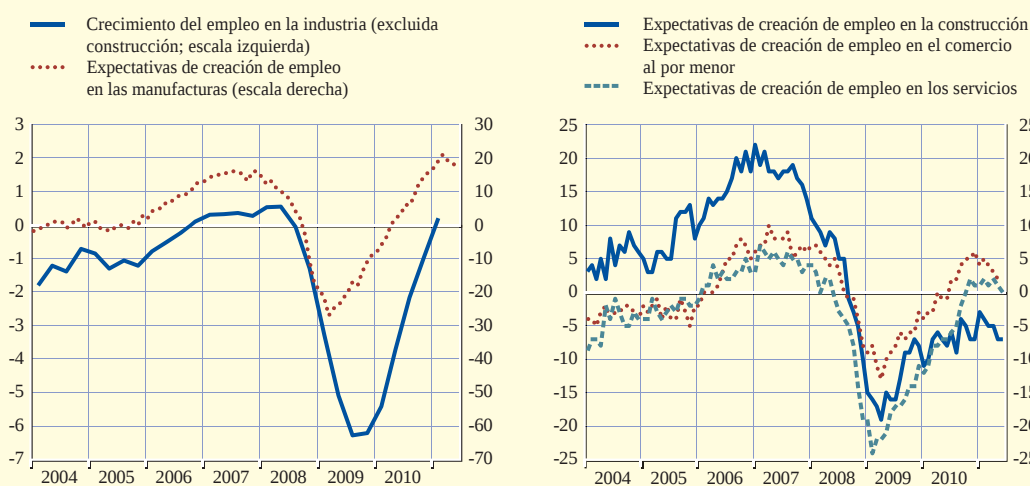
1) Incluye también educación, salud y otros servicios.

A nivel sectorial, y en términos intertrimestrales, los últimos resultados reflejan un crecimiento del empleo del 0,3% en la industria, excluida la construcción, y del 0,9% en los servicios financieros y empresariales, lo que sirvió para compensar las continuas pérdidas de empleo en la construcción (-0,8%), la agricultura (-1,6%) y un ligero descenso del empleo público (-0,1%).

En relación con el fuerte crecimiento del PIB en el primer trimestre de 2011 y con la evolución más moderada del empleo, el crecimiento de la productividad repuntó en el primer trimestre, como consecuencia de la evolución de la industria y la construcción y, en menor medida, del comercio y los transportes. La productividad del trabajo por persona ocupada creció un 2,1%, en términos interanuales, frente al 1,7% del trimestre anterior, pero fue similar al crecimiento interanual medio registrado en

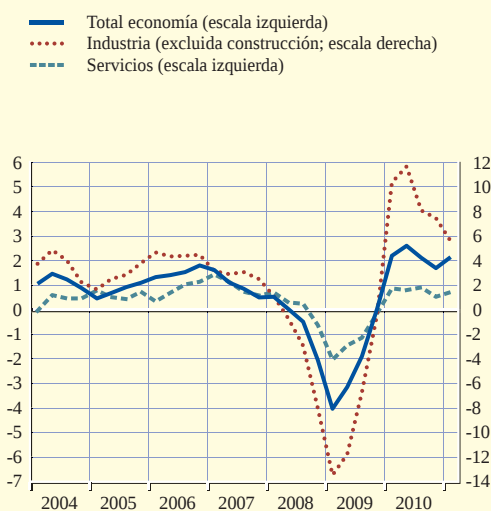
**Gráfico 31 Crecimiento del empleo y expectativas de creación de empleo**

(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.

**Gráfico 32 Productividad del trabajo**

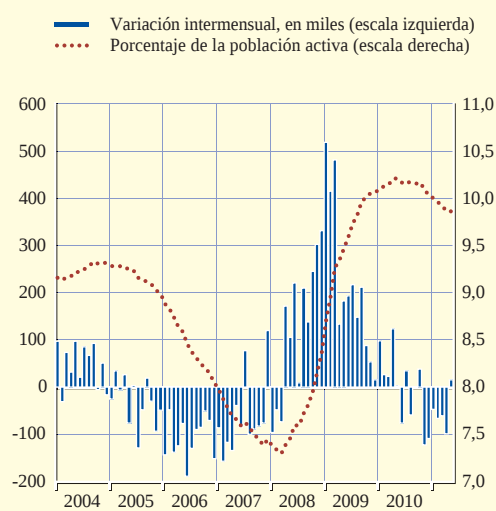
(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

**Gráfico 33 Desempleo**

(datos mensuales desestacionalizados)



Fuente: Eurostat.

2010 (véase gráfico 32). La productividad por hora trabajada aumentó un 1,7 %, en tasa interanual, en el primer trimestre, frente al 1,3 % del último trimestre de 2010, y fue algo más elevada que la tasa de crecimiento media anual del 1,4 % que se observó en 2010. De cara al futuro, los últimos datos del índice PMI de productividad sugieren un nuevo crecimiento de la productividad, aunque a un ritmo algo más lento que el que se observó en el primer trimestre de 2011. En el recuadro 6 se analiza con más detalle la evolución reciente de la productividad y se compara esta evolución con la de Estados Unidos

En mayo de 2011, la tasa de desempleo se mantuvo estabilizada en el 9,9 % por tercer mes consecutivo (véase gráfico 33). Sin embargo, este hecho oculta una mejora sostenida, ya que el número de parados ha descendido durante este período de tres meses. Además, los indicadores de opinión señalan un crecimiento positivo y sostenido del empleo en el segundo trimestre, tanto en la industria como en los servicios, lo que es un buen augurio para el desempleo de la zona del euro en los próximos meses (véase gráfico 31).

**Recuadro 6****EVOLUCIÓN RECIENTE DE LA PRODUCTIVIDAD EN LA ZONA DEL EURO Y EN ESTADOS UNIDOS**

Durante la reciente crisis económica y financiera, la brecha de crecimiento de la productividad observada entre la zona del euro y Estados Unidos se amplió considerablemente. Esta ampliación estuvo relacionada con las pérdidas de empleo que se registraron en Estados Unidos en la primera parte de la crisis, que fueron mucho más importantes que en la zona del euro, especialmente en relación con la magnitud de la contracción del PIB. En este recuadro se compara la evolución reciente de la productividad en la zona del euro y en Estados Unidos y se presta especial atención al ajuste realizado durante la crisis y desde el inicio de la recuperación.

## Visión general de la evolución reciente de la productividad

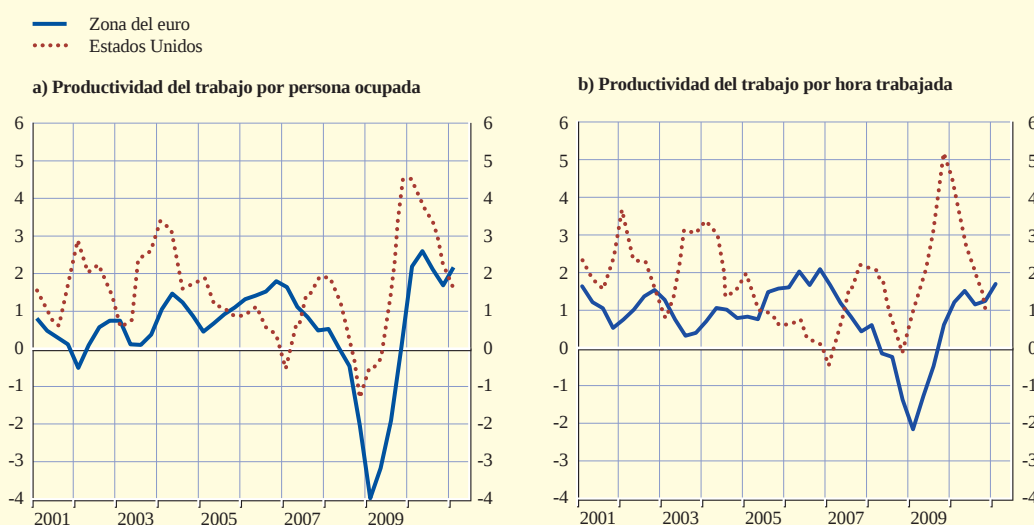
El inicio de la recesión anunció un acusado descenso de la productividad agregada en la zona del euro, cayendo el crecimiento de la productividad por persona ocupada un máximo del 4%, en tasa interanual, en el primer trimestre de 2009, según los datos de contabilidad nacional. La productividad por hora disminuyó de forma menos marcada, ya que la flexibilidad en la organización de la jornada laboral y las medidas frente a la crisis adoptadas en muchos países de la zona del euro (como los planes de reducción de las horas de trabajo de Alemania) llevaron a las empresas de la zona a ajustar las horas de trabajo más que el empleo mientras duró la recesión<sup>1</sup>. Desde entonces, las consecutivas estimaciones trimestrales han mostrado mejoras sostenidas en el crecimiento de la productividad, observándose un crecimiento interanual positivo desde el cuarto trimestre de 2009. En el primer trimestre de 2010, el crecimiento interanual de la productividad de la zona del euro alcanzó un promedio del 2,2%, medida en términos de personas ocupadas, y del 1,4%, medida en términos de horas trabajadas (véase gráfico A).

En Estados Unidos, por el contrario, el ajuste del factor trabajo que se observó durante la recesión se basó mucho más en la destrucción de empleo (que en ajustes en las horas trabajadas por las personas ya ocupadas), lo que contribuyó a sostener la productividad —medida tanto en términos de personas como de horas— en mayor medida que en la zona del euro. Cuando el producto comenzó a recuperarse, las constantes e importantes pérdidas de empleo en Estados Unidos provocaron un repunte especialmente acusado del crecimiento de la productividad en la primera parte de la recuperación. Más recientemente, el crecimiento de la productividad en Estados Unidos se ha moderado sustancialmente, hasta el punto de que —bien se mida en términos de personas ocupadas o bien de horas tra-

1 Para más información sobre las medidas frente a la crisis adoptadas durante la recesión, véase el artículo titulado «Ajustes de los mercados de trabajo a la recesión en la zona del euro», *Boletín Mensual*, BCE, de julio de 2010.

### Gráfico A Crecimiento de la productividad del trabajo en la zona del euro y en Estados Unidos

(tasas de variación interanual)



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

Nota: En el caso de Estados Unidos, se ha utilizado el empleo civil residente para obtener la evolución de la productividad. Las últimas observaciones hacen referencia al primer trimestre de 2011.

bajadas— desde el cuarto trimestre de 2010 las tasas de crecimiento de la productividad se han asemejado en las dos economías. Sin embargo, esta similitud oculta importantes diferencias en la dinámica cíclica de la evolución de la productividad desde el inicio de la recuperación.

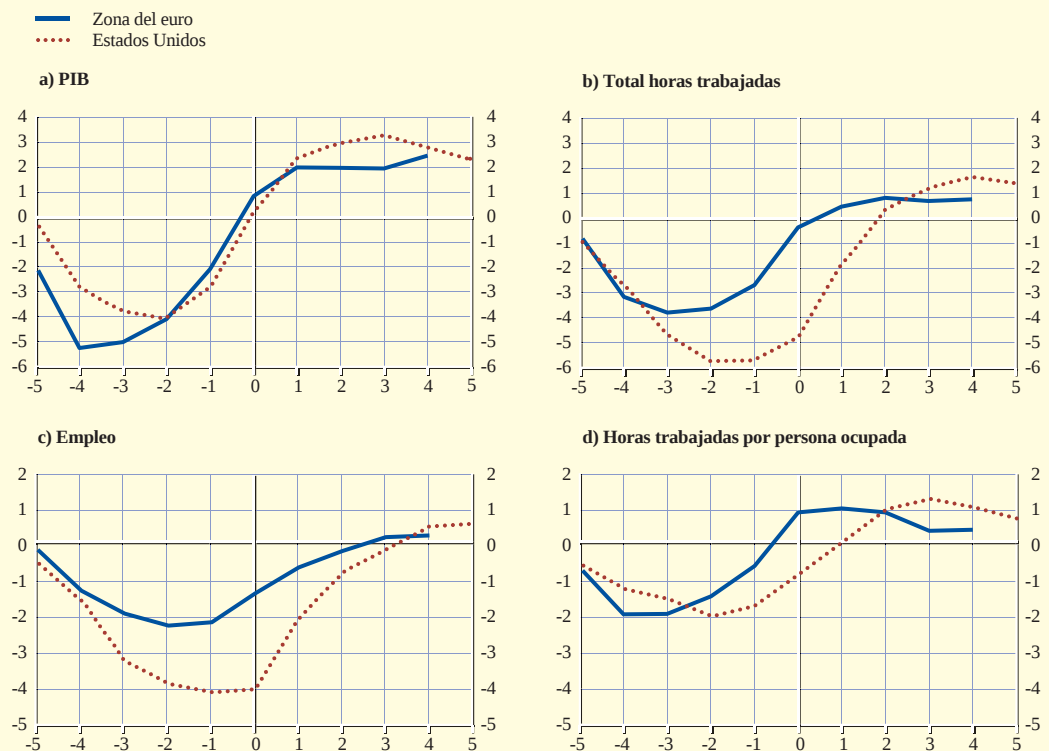
### Dos patrones distintos de ajuste en los mercados de trabajo

Para poder comparar adecuadamente la evolución de la productividad en una fase similar del proceso de recuperación, en el gráfico B se presentan las tasas de crecimiento de cada uno de los componentes del crecimiento de la productividad en torno al inicio de la recuperación (definida como el primer trimestre de crecimiento interanual positivo del PIB). Así pues, los períodos relevantes son el primer trimestre de 2010 para la zona del euro y el último trimestre de 2009 para Estados Unidos.

El gráfico B muestra que, pese a un repunte inicial más acusado del crecimiento del PIB al inicio de la recuperación, la destrucción de empleo continuó durante algo más de tiempo —y en mayor medida— en Estados Unidos que en la zona del euro. En la zona del euro, el total de horas trabajadas se ajustó prácticamente al mismo tiempo que se inició la recuperación de la actividad —al principio fundamentalmente a través de un aumento de las horas trabajadas por persona, y más recientemente por el moderado crecimiento del empleo—. Por el contrario, el total de horas trabajadas siguió disminuyendo

**Gráfico B Crecimiento del PIB, del total de horas trabajadas, del empleo y de las horas trabajadas por persona ocupada en la zona del euro y en Estados Unidos**

(tasas de variación interanual)



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

Notas: 0 en el eje de abscisas representa el primer trimestre de crecimiento interanual positivo del PIB tras la recesión (primer trimestre de 2010 para la zona del euro; cuarto trimestre de 2009 para Estados Unidos). Las últimas observaciones hacen referencia al primer trimestre de 2011.

en Estados Unidos incluso al inicio de la recuperación (hasta el último trimestre de 2009 y el primer trimestre de 2010), ya que el incremento de las horas trabajadas por personas ya ocupadas fue contrarrestado con creces por las continuas pérdidas de empleo. Esta evolución ayuda a explicar los pronunciados incrementos que se registraron en Estados Unidos en el crecimiento de la productividad al inicio de la recuperación, sobre todo en términos de horas trabajadas. Sin embargo, al avanzar la recuperación, el empleo y el total de horas trabajadas parecen haber aumentado a un ritmo más rápido en Estados Unidos que en la zona del euro, aunque se ha observado una cierta estabilización en los últimos trimestres en ambas economías.

En resumen, durante la crisis el crecimiento de la productividad en Estados Unidos superó considerablemente al de la zona del euro, debido en cierto sentido a los distintos ajustes que se observaron en el empleo y en las horas trabajadas en las dos economías. En los últimos trimestres las tasas de crecimiento de la productividad parecen haber convergido. Sin embargo, al estar las dos economías en las primeras etapas de la recuperación, es demasiado pronto para valorar las implicaciones de la reciente dinámica en las tendencias a largo plazo.

#### 4.3 PERSPECTIVAS DE LA ACTIVIDAD ECONÓMICA

Las últimas estimaciones estadísticas y los indicadores de opinión apuntan a una expansión sostenida, aunque más lenta, de la actividad económica de la zona del euro en el segundo trimestre de este año. Esta moderación refleja el hecho de que el fuerte crecimiento observado en el primer trimestre se debió, en parte, a factores especiales. Se mantiene el positivo dinamismo subyacente de la actividad económica en la zona del euro. Las exportaciones de la zona deberían seguir sosteniendo la expansión en curso de la economía mundial. Al mismo tiempo, si se tiene en cuenta el nivel actual de la confianza empresarial en la zona del euro, es probable que la demanda del sector privado contribuya al crecimiento económico. Sin embargo, se prevé que el proceso de ajuste de los balances que se está llevando a cabo en varios sectores continúe moderando, en cierta medida, la actividad.

En un contexto de elevada incertidumbre, los riesgos para estas perspectivas económicas siguen estando prácticamente equilibrados. Por una parte, la sólida confianza empresarial podría respaldar la actividad económica de la zona del euro en mayor medida de lo que se prevé actualmente y el aumento de la demanda externa podría también contribuir al crecimiento con más intensidad de la esperada. Por otra parte, los riesgos a la baja están relacionados con las tensiones existentes en algunos segmentos de los mercados financieros, que podrían trasladarse a la economía real de la zona del euro. Los riesgos a la baja también guardan relación con las nuevas subidas de los precios de la energía, con las presiones proteccionistas y con la posibilidad de que se lleve a cabo una corrección desordenada de los desequilibrios mundiales.