

# EVOLUCIÓN ECONÓMICA Y MONETARIA

## I ENTORNO EXTERIOR DE LA ZONA DEL EURO

*Aunque la recuperación de la economía mundial sigue su curso, conforme a lo previsto, se observa cierta moderación a medida que se desvanece el respaldo del ciclo de existencias y de los estímulos de las políticas fiscales, como lo confirman los indicadores más recientes basados en las encuestas, que sugieren que el crecimiento mundial podría ser menor en el segundo semestre de este año. Esta evolución se refleja también en el crecimiento del comercio mundial que, pese a seguir siendo sólido en general, ha iniciado una desaceleración con respecto a las tasas excepcionalmente elevadas registradas en el primer trimestre del año en curso. Las presiones inflacionistas a escala mundial han seguido siendo moderadas como consecuencia de los niveles de capacidad productiva sin utilizar que se registran, especialmente en las economías avanzadas.*

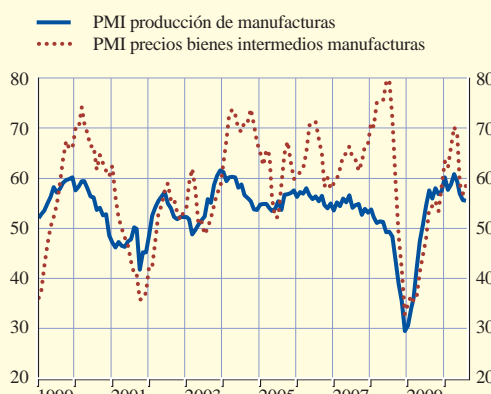
### I.1 EVOLUCIÓN DE LA ECONOMÍA MUNDIAL

La evolución de la economía mundial sigue su curso pero, conforme a lo previsto, el ritmo de crecimiento mundial se está moderando ligeramente a medida que se desvanece el respaldo del ciclo de existencias y de los estímulos de las políticas fiscales. Si bien el crecimiento económico ha seguido siendo, en general, sólido en las economías emergentes, los indicadores de corto plazo apuntan a un enfriamiento limitado del ritmo de expansión económica. En la mayoría de las economías avanzadas, la recuperación se ha visto algo empañada por la frágil situación del mercado de trabajo y por el proceso de ajuste de los balances en varios sectores.

Considerada en mayor detalle, la evidencia más reciente basada en los indicadores sugiere cierta pérdida de impulso de la actividad económica mundial, lo que permite concluir que las tasas mundiales de crecimiento intertrimestral podrían reducirse en el segundo semestre de este año. En julio, el indicador sintético mundial PMI (índice de directores de compras) correspondiente a la producción total se situó en 54,6, frente al nivel de 55,4 registrado en el mes anterior, mientras que, en el caso de la producción manufacturera, para la que ya se han publicado los datos de agosto, el indicador se mantuvo prácticamente sin variación en 55,5 (véase gráfico 1). Aunque se observa cierta pérdida de impulso del crecimiento en el tercer trimestre, el indicador se mantiene por encima de la media de la serie, de lo que se deduce que continúa la expansión económica mundial. Las entradas de nuevos pedidos muestran un panorama más dispar en julio, en la medida en que el descenso del índice de nuevos pedidos en el sector manufacturero se compensó ampliamente con un aumento del índice respectivo en el sector servicios. En agosto, el índice de nuevos pedidos del sector manufacturero siguió descendiendo, aunque se mantuvo en 52,5, por encima del umbral de 50 que separa la expansión de la contracción. Aunque el indicador mundial PMI correspondiente al empleo mejoró ligeramente en julio (situándose en 51,4) respaldado por un aumento de las contrataciones tanto en el sector manufacturero como en el sector servicios, el crecimiento total del empleo siguió siendo más bien reducido. En general, los datos de los PMI son coherentes con una moderada desaceleración de actividad económica y el comercio a escala mundial en el trimestre en curso en comparación con el segundo trimestre de 2010.

Gráfico 1 PMI: sector manufacturero mundial

(datos mensuales; índice de difusión)



Fuente: Markit..

La evolución de la actividad económica mundial también se refleja en el crecimiento del comercio internacional que, pese a que sigue siendo sólido en general, ha iniciado una desaceleración con respecto a las tasas excepcionalmente elevadas registradas en el primer trimestre de este año. El comercio mundial se redujo, en tasa intertrimestral, hasta el 3,6% en el segundo trimestre de 2010, desde el 5,7% del primer trimestre, como consecuencia de la evolución tanto de las economías avanzadas como de las economías emergentes. Por su parte, el crecimiento de la demanda externa de bienes de la zona del euro, pese a haber seguido siendo sólido, también registró una desaceleración en el segundo trimestre.

Las presiones inflacionistas han seguido siendo moderadas a escala mundial como consecuencia de los niveles de capacidad productiva sin utilizar que se registran, especialmente, en las economías avanzadas. En los países de la OCDE, la inflación general medida por el IPC se situó en el

1,6% en el año transcurrido hasta julio, frente al 1,5% observado en junio (véase gráfico 2). Este ligero aumento guarda relación, principalmente, con la evolución de los precios de la energía y los alimentos, que aumentaron un 6,2% y un 1,1% en el año transcurrido hasta julio, frente a los incrementos del 4,7% y del 0,6% respectivamente registrados en junio. Excluidos la energía y los alimentos, la inflación medida por el IPC se redujo ligeramente en la OCDE, hasta el 1,2%, en julio, desde el 1,3% del mes anterior. También siguió reduciéndose el indicador mundial PMI correspondiente a los bienes intermedios, que se situó en 53,3 en julio, frente al máximo de 60,9 observado en abril tras la recesión, registrándose incrementos más lentos de los costes tanto en el sector manufacturero como en el sector servicios. No obstante, en agosto, el índice de precios de los bienes intermedios manufactureros aumentó hasta 58,5, desde 56,9 en julio, lo que sugiere que los precios están subiendo de nuevo a un ritmo más rápido (véase gráfico 1).

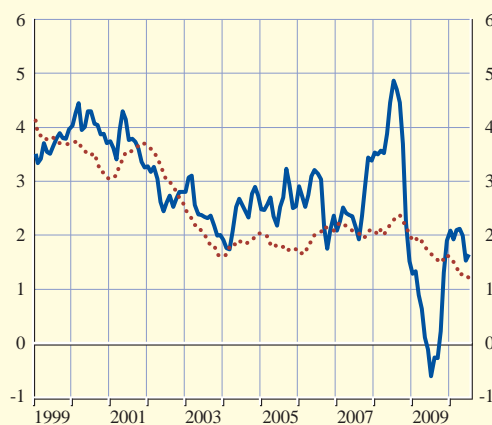
#### ESTADOS UNIDOS

En Estados Unidos, el repunte de la actividad que se inició en el tercer trimestre de 2009 siguió siendo vigoroso, aunque moderándose, en el primer trimestre de 2010, respaldado, en parte, por factores transitorios como los estímulos fiscales y el ciclo de existencias. El ritmo de recuperación de la actividad económica se moderó aún más en el segundo trimestre de 2010. El crecimiento del PIB real se redujo hasta una tasa anualizada del 1,6% en dicho trimestre, desde el 3,7% y el 5% registrados en el primer trimestre de 2010 y en el cuarto trimestre de 2009, respectivamente. En un contexto de escasa confianza de los consumidores y persistencia de la frágil situación del mercado de trabajo, el crecimiento del gasto en consumo personal siguió siendo débil en el segundo trimestre de 2010, mientras que la inversión privada continuó su expansión a un ritmo significativo. En general, la actividad económica se vio respaldada también por un repunte del gasto público y un incremento de las existencias, aunque el respaldo de estas últimas fue menor que en los trimestres anteriores. Por otra parte, la fuerte contribución negativa de la demanda exterior neta (dado que las importaciones aumentaron de forma más acusada que las exportaciones) frenó el crecimiento.

**Gráfico 2 Evolución de los precios internacionales**

(datos mensuales; tasas de variación interanual)

— Precios de consumo OCDE (todos los componentes)  
 ..... Precios de consumo OCDE (todos los componentes, excl. energía y alimentos)



Fuente: OCDE.

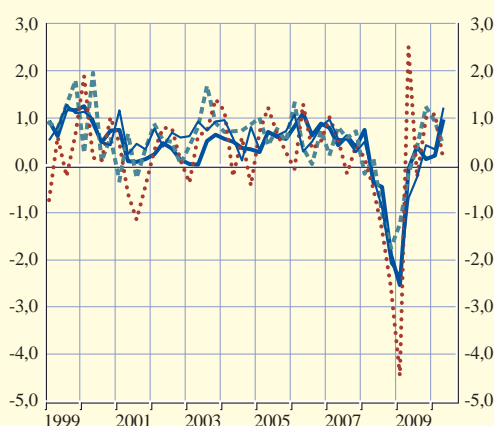
Gráfico 3 Principales indicadores de las economías más industrializadas

(mm en euros)

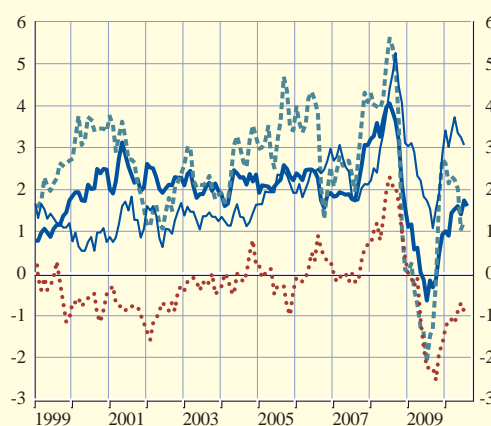
— Zona del euro    - - - Estados Unidos  
 ..... Japón    — Reino Unido

**Crecimiento del producto <sup>1)</sup>**

(tasas de variación intertrimestral; datos trimestrales)

**Tasas de inflación <sup>2)</sup>**

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



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

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

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

Por lo que respecta a la evolución de los precios, la inflación interanual medida por el IPC se elevó desde el 1,1% de junio de 2010 hasta el 1,2% en julio. El incremento de la inflación general estuvo determinado, en su mayor parte, por las subidas de los precios de las materias primas. La tasa de inflación interanual, excluidos la energía y los alimentos, se mantuvo en el 0,9% en julio, la tasa más baja registrada desde 1966, como resultado de la fuerte atonía de los mercados de productos y de trabajo.

De cara al futuro, se espera que la economía estadounidense siga recuperándose a un ritmo moderado. Se prevé que el menor respaldo de los factores transitorios se traduzca en cierta pérdida de impulso del crecimiento en el segundo semestre de 2010. En conjunto, la recuperación podría seguir siendo relativamente moderada en términos históricos. La frágil situación del mercado de trabajo, el bajo crecimiento de las rentas, los nuevos ajustes de los balances de los hogares y la menor riqueza inmobiliaria probablemente frenarán el crecimiento del consumo en el corto plazo. La actividad en el sector de construcción residencial ha vuelto a reducirse al expirar las medidas de apoyo del Gobierno federal. A medida que la sustancial cantidad de hipotecas que actualmente se encuentran en situación grave de impago o en alguna etapa de ejecución se sumen al mercado, es probable que el aumento del número de inmuebles con dificultades suponga un lastre para los precios de la vivienda en el corto plazo y para el mercado de la vivienda en general (véase recuadro 1). Se prevé que la inflación medida por IPC seguirá siendo moderada en el corto plazo, como consecuencia del débil crecimiento de los salarios y de la notable atonía económica.

El Comité de Operaciones de Mercado Abierto de la Reserva Federal, en el comunicado emitido el 10 de agosto de 2010, en el que señala que el ritmo de recuperación de la producción y del empleo se ha desacelerado en los últimos meses, respalda la opinión de que la actividad económica se está moderan-

do. En la reunión celebrada en esa fecha, el Comité decidió mantener sin variación, en una banda del 0% al 0,25%, el tipo de interés fijado como objetivo para los fondos federales. Además, la Reserva Federal anunció que seguirá manteniendo sus tenencias de valores en el nivel actual reinvertiendo los pagos del capital de la deuda de las instituciones y de los bonos de titulización hipotecaria en valores del Tesoro a más largo plazo, a fin de ayudar a sostener la recuperación económica.

#### Recuadro I

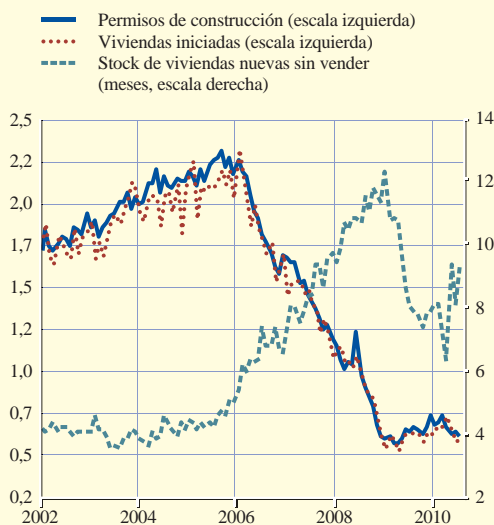
### IMPACTO DE LAS MEDIDAS DE APOYO AL MERCADO DE LA VIVIENDA EN ESTADOS UNIDOS SOBRE SU EVOLUCIÓN RECIENTE

El mercado de la vivienda de Estados Unidos, que estuvo en el epicentro de la crisis financiera y de la recesión económica que afectaron tanto a este país como a la economía global, ha venido mostrando señales de estabilización desde 2009. No obstante, ello parece ser, al menos en parte, resultado de diversas iniciativas de respaldo a la vivienda. Ahora que se han retirado algunas de las medidas de apoyo, existe el riesgo de que las mejoras observadas resulten de corta duración, como sugiere la debilidad de los indicadores recientes del mercado de la vivienda. El objetivo del presente recuadro es describir el positivo impacto de estas medidas en el mercado de la vivienda de Estados Unidos y destacar las posibles fuentes del deterioro que está surgiendo en ausencia de soporte público. Este es un elemento importante para calibrar la sostenibilidad de la recuperación en dicho mercado y, por lo tanto, las perspectivas de la economía estadounidense.

El mercado de la vivienda de Estados Unidos ha experimentado tensiones sin precedentes desde el inicio de la crisis. Las viviendas iniciadas se redujeron desde más de dos millones de unidades en 2005 a solo 554.000 en 2009 (véase gráfico A), mientras que las ejecuciones hipotecarias aumentaron desde 780.000 hasta unos tres millones durante el mismo período. Los precios de la vivienda, medidos por el Índice Case Shiller, descendieron más de un 30% con respecto al máximo registrado en 2006. No obstante, más recientemente se han observado algunas señales de mejora en el mercado de la vivienda estadounidense. En primer lugar, los precios de la vivienda comenzaron a estabilizarse al retornar la tasa interanual de dicho índice a valores positivos a principios de 2010. Además, la mayor capacidad de compra de vivienda, como consecuencia de los anteriores descensos de los precios, junto con las ayudas públicas para la primera compra de vivienda introducidas durante la recesión, respaldaron la demanda y contribuyeron a que las ventas de viviendas de segunda mano repuntasen a finales de 2009, hasta el nivel máximo observado en casi tres años (véase gráfico B). También se ha progresado en la re-

**Gráfico A Evolución del mercado de la vivienda de Estados Unidos**

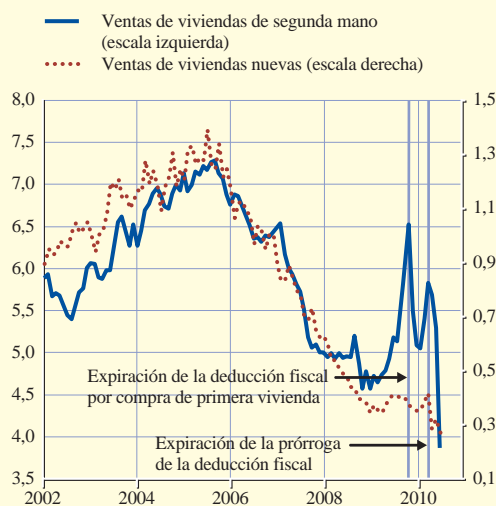
(millones a tasas anualizadas; meses; datos desestacionalizados)



Fuente: US Census Bureau.

Gráfico B Ventas de viviendas en Estados Unidos

(millones a tasas anualizadas; datos desestacionalizados)



Fuentes: National Association of Realtors y US Census Bureau.

los programas de refinanciación de hipotecas podrían haber frenado, o al menos retrasado, la presión a la baja sobre los precios inmobiliarios que entrañan las ejecuciones hipotecarias. No obstante, el impacto positivo podría resultar transitorio, ya que muchas hipotecas refinanciadas terminan, en última instancia, en un nuevo impago: los datos indican que más de la mitad de las refinanciaciones se tradujeron en graves impagos un año después de la conversión<sup>1</sup>. Aunque las últimas rondas de refinanciaciones parecen haberse saldado con éxito, debido en parte a la mayor insistencia en reducir el principal de los préstamos vivos, tampoco hay que excluir la presión generada por el incremento de las ejecuciones hipotecarias, ya que aproximadamente una cuarta parte de los propietarios de viviendas en Estados Unidos tienen hipotecas pendientes de pago que exceden el valor de los respectivos inmuebles.

Las deducciones fiscales por la compra de vivienda representan otra de las iniciativas de apoyo. La medida se adoptó como parte del programa de estímulo de 2009 y consistía en una deducción fiscal a la que podían acogerse quienes compraran su primera vivienda. El programa parece haber desempeñado un papel importante para estimular las ventas de viviendas de segunda mano en el segundo semestre de 2009, habiéndose incrementado las ventas en casi un 30% entre agosto y noviembre de 2009 (fecha original de vencimiento del programa; véase gráfico B). Posteriormente, las ventas volvieron a aumentar en marzo y abril de 2010, coincidiendo con un segundo plazo límite tras la prórroga de las deducciones fiscales hasta abril de este año. No obstante, uno de los inconvenientes de este tipo de ayuda es que el correspondiente repunte de las ventas representó, simplemente, un adelanto de las operaciones con respecto al futuro, de lo que se deduce que, una vez que expire el programa, el mercado inmobiliario podría experimentar un nuevo debilitamiento. Los indicadores disponibles, que muestran nuevas caídas de las ventas de viviendas inmediatamente después de la expiración de las deducciones fiscales, corroboran esta inquietud.

<sup>1</sup> Véase el informe titulado «OCC and OTC Mortgage Metrics Report, First Quarter 2010», Office of the Comptroller of the Currency and Office of Thrift Supervision, Washington D.C., publicado en junio de 2010.

ducción del stock de viviendas nuevas sin vender que, no obstante, sigue siendo elevado en relación con las ventas mensuales.

Estas mejoras se vieron impulsadas, en parte, por varias iniciativas públicas de apoyo, a medida que las ayudas federales al mercado de la vivienda se ampliaron significativamente durante la crisis. Una primera serie de medidas consistió en programas de refinanciación de hipotecas —como el *Home Affordable Modification Programme* (HAMP, en sus siglas en inglés)— que tenía por objeto ayudar a los prestatarios con problemas haciendo más asequibles los pagos mensuales de las hipotecas. Un efecto de esas refinanciaciones ha sido desacelerar el ritmo al que los impagos daban lugar a ejecuciones hipotecarias y, como consecuencia de estas, al aumento de la oferta de inmuebles embargados en el mercado. Dado que estos inmuebles suelen venderse con un descuento significativo,

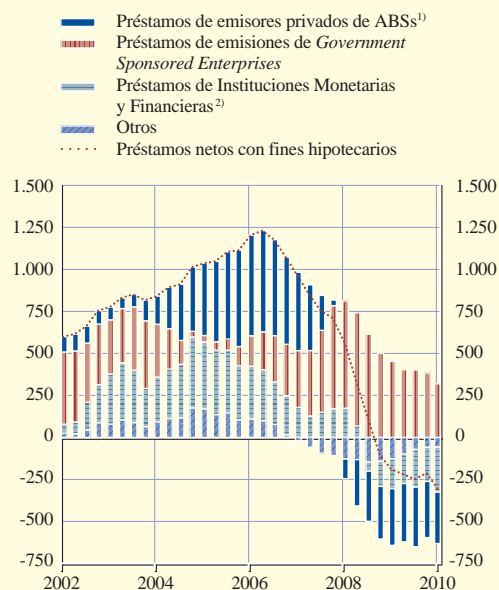
Por último, se han adoptado medidas de apoyo al mercado hipotecario de Estados Unidos encaminadas a mejorar la disponibilidad y el coste de los créditos para los propietarios de viviendas. Una de estas iniciativas guarda relación con las cuantiosas compras (1,4 billones de dólares estadounidenses) de deuda de las agencias semipúblicas (*Government Sponsored Enterprises – GSE*) y de bonos de titulación hipotecaria por cuenta de la Reserva Federal, realizadas entre enero de 2009 y marzo de 2010. Dichas compras parecen haber contribuido a un notable descenso de los tipos de interés hipotecarios. El tipo de interés de las hipotecas que cumplen los requisitos de las GSE (hipotecas *conforming*) a 30 años se redujo más de un punto porcentual, hasta cerca del 5% en noviembre de 2008, tras el anuncio inicial del programa, y se mantuvo en niveles más reducidos a partir de entonces, pese a la conclusión del programa en marzo de 2010. Como resultado, mejoró la capacidad de compra de la vivienda, manteniéndose, a mediados de 2010, el índice correspondiente (*US Housing Affordability Index*) muy por encima de la media de largo plazo.

El apoyo del sector público sigue siendo crucial para el mercado hipotecario estadounidense. En parte, la evolución de este mercado ha estado determinada por un cambio significativo en las fuentes de financiación de las hipotecas en los últimos años. Si bien la oferta de crédito a través de los emisores privados de bonos de titulación de activos se agotó con la caída de las titulaciones hipotecarias privadas durante la crisis financiera, el déficit de financiación se ha cubierto solo en parte con la constitución de hipotecas financiadas a través de las *GSE* Fannie Mae y Freddie Mac (véase gráfico C). Por consiguiente, estas entidades han sido la única fuente de financiación hipotecaria neta positiva desde 2008, lo que, sin embargo, no ha impedido un descenso general de los préstamos hipotecarios netos.

Las *Government Sponsored Enterprises* han sido cruciales para sostener la demanda de hipotecas y, por ende, la capacidad de compra de vivienda. En septiembre de 2008, en vista del deterioro de su solvencia, Fannie Mae y Freddie Mac fueron intervenidas por el gobierno, por lo que el Tesoro inyectó capital en cada una de estas dos instituciones. A fin de garantizar su solvencia en mayor medida, en diciembre de 2009 el Tesoro amplió su programa inicial de asistencia para permitir las inyecciones ilimitadas de capital a lo largo de los tres años siguientes, permitiendo así acomodar cualquier reducción acumulada del patrimonio neto durante este período. Aunque esto podría haber facilitado la modificación de las hipotecas en poder de ambas entidades y atenuado la inquietud de los inversores respecto a su solvencia, el apoyo reforzado del gobierno federal se tradujo, en última instancia, en un aumento de los costes fiscales. En adelante, es probable que la asistencia financiera al mercado hipotecario a través de las *Government Sponsored Enterprises* esté sujeto a ciertos límites, no solo por la carga añadida que representa para las finanzas públicas, sino también por los límites impuestos al crecimiento de la cartera de dichas entidades, que limita su capacidad para adquirir nuevas hipotecas.

### Gráfico C Préstamos netos con fines hipotecarios en Estados Unidos

(transacciones acumuladas de cuatro trimestres en mm de USD)



Fuentes: Flow of Funds y Reserva Federal.

1) Préstamos de emisores privados de bonos de titulación de activos.

2) Préstamos de bancos comerciales, entidades de ahorro y cooperativas de crédito.



En conclusión, buena parte de la estabilización del mercado de la vivienda de Estados Unidos desde 2009 parece reflejar diversas iniciativas adoptadas en materia de política de vivienda. Dado que algunas de las medidas de apoyo ya se han retirado, las mejoras observadas podrían haber sido transitorias, y la debilidad que ha vuelto a registrar últimamente este mercado podría afectar negativamente a las perspectivas económicas.

## JAPÓN

En Japón, la recuperación económica ha perdido su impulso en los últimos meses. Según la primera estimación provisional de la Oficina Económica del Gobierno de Japón, el crecimiento del PIB real experimentó una acusada desaceleración, desde el 1,1%, en tasa intertrimestral, en el primer trimestre de 2010 hasta el 0,1% en el segundo trimestre (véase gráfico 3). La demanda exterior neta fue el único componente que contribuyó positivamente al crecimiento, impulsando la actividad económica en 0,3 puntos porcentuales. Por el contrario, las existencias fueron un lastre para el PIB real (-0,2 puntos porcentuales) y se mantuvo la atonía de la demanda interna. Al examinar cada una de las categorías, se observa que el consumo personal se estancó en el segundo trimestre de 2010 en comparación con el trimestre anterior, lo que sugiere una notable reacción de los hogares tras la expiración de algunas de las medidas de estímulo fiscal. Al mismo tiempo, el consumo público se incrementó un 0,2% en tasa intertrimestral y la inversión pública registró un descenso sustancial del 3,4%, como consecuencia de la política económica restrictiva aplicada.

La inflación medida por los precios de consumo se ha reducido en los últimos meses; la inflación general, medida por el IPC, bajó, en tasa interanual, hasta el -0,9% en julio, desde el -0,7% de junio, como resultado del exceso de capacidad productiva sin utilizar que registra la economía. Excluidos la energía y los alimentos, la inflación interanual, medida por el IPC, no experimentó variación con respecto al mes anterior, manteniéndose en una tasa del -1,5%.

De cara al futuro, es probable que la actividad económica siga siendo débil en el segundo semestre de 2010, debido principalmente a la gradual retirada de los estímulos fiscales y a una moderación de la demanda externa, atribuible, en parte, al impacto retardado de la apreciación del yen. En su reunión más reciente, celebrada el 10 de agosto de 2010, al igual que en todas las reuniones sobre política monetaria celebradas desde diciembre de 2008, el Banco de Japón decidió mantener sin variación, en el 0,1%, el objetivo fijado para los tipos de interés de los préstamos a un día sin garantía.

## REINO UNIDO

En el Reino Unido, la recuperación ha continuado en los últimos trimestres. La tasa de crecimiento intertrimestral del PIB real se revisó al alza hasta el 1,2% (desde el 1,1%) en el segundo trimestre de 2010, tras aumentar un 0,3% en el primer trimestre. El crecimiento del producto durante el segundo trimestre de 2010 estuvo determinado, principalmente, por la contribución positiva de las existencias y del gasto en consumo de los hogares, mientras que la contribución de la demanda exterior neta fue nula. Los precios de la vivienda mantuvieron su tendencia alcista en cifras interanuales, aunque en cifras intermensuales han descendido en los últimos meses. De cara al futuro, el ajuste de las existencias, las políticas de estímulo monetario, la demanda externa y la anterior depreciación de la libra esterlina deberían respaldar la actividad económica. No obstante, se prevé que el crecimiento de la demanda interna siga estando limitado por las restrictivas condiciones de concesión de crédito, el ajuste de los balances de los hogares y las sustanciales restricciones presupuestarias.

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

en el 3,1% en julio. De cara al futuro, se prevé que los efectos retardados de la depreciación de la libra esterlina y el impacto del aumento de la tasa del IVA en enero de 2011 ejercerán presión al alza sobre los precios de consumo. En los últimos trimestres, el Comité de Política Monetaria del Banco de Inglaterra ha mantenido el tipo de interés oficial al que se remuneran las reservas de las entidades de crédito en el 0,5%. Además, el Comité ha seguido votando a favor de mantener el volumen de compras de activos financiadas mediante la emisión de reservas del banco central en 200 mm de libras esterlinas.

### OTROS PAÍSES EUROPEOS

En general, la situación económica también ha seguido mejorando en los últimos trimestres en los otros países de la UE no pertenecientes a la zona del euro, mientras que la evolución de la inflación ha sido heterogénea. En Suecia, la recuperación ha cobrado impulso en los últimos trimestres. El PIB real creció un 1,5% y un 1,2%, en tasa intertrimestral, en el primer y segundo trimestres de 2010, respectivamente. El mercado de trabajo ha mostrado recientemente algunas señales de estabilización, lo que ha brindado un mayor respaldo a la recuperación económica. El crecimiento económico también ha sido positivo en los últimos trimestres en Dinamarca, habiéndose registrado tasas de crecimiento intertrimestral del PIB del 0,7% en el primer trimestre de 2010 y del 1% en el segundo. Se espera que el repunte de la actividad económica continúe en Dinamarca, respaldado por las medidas de estímulo fiscal y la demanda externa. En los últimos meses, la inflación medida por el IAPC se ha mantenido estable en Dinamarca, oscilando en torno a un 2%, mientras que se ha ido reduciendo en Suecia. En julio de 2010, la inflación interanual medida por el IAPC ascendía al 2,1% en Dinamarca y al 1,4% en Suecia.

En general, en los países más grandes de la UE de Europa central y oriental continúa la recuperación, aunque el crecimiento económico ha sido volátil en los últimos trimestres. El crecimiento del PIB real ha seguido siendo relativamente sólido en la República Checa y Polonia, situándose, en el segundo trimestre de 2010, en el 0,8% y el 1,1%, en tasa intertrimestral, respectivamente. En Hungría, el PIB real se estancó en el segundo trimestre de 2010, tras una expansión del 0,6% en el primer trimestre. En Rumanía, el PIB real creció un 0,3% en el segundo trimestre, tras experimentar una contracción en el primer trimestre. De cara al futuro, los indicadores de confianza recientes, así como las cifras de producción industrial y comercio exterior apuntan a que se mantendrá la recuperación, impulsada por la demanda externa, en la mayoría de los países salvo en Rumanía. No obstante, varios factores —entre ellos, el aumento del desempleo, las desfavorables condiciones de concesión de crédito y el impacto mecánico de las medidas fiscales en algunos países (incluidos un sustancial impuesto al sector financiero en Hungría y un aumento del IVA a partir de julio de 2010 en Rumanía)— sugieren que persistirá la debilidad de la demanda interna. La inflación interanual se situó, en julio, en el 1,6% en la República Checa y en el 1,9% en Polonia. En Hungría, la inflación fue de alrededor del 5% en mayo y junio de 2010, pero se moderó hasta el 3,8% en julio debido, principalmente, a un efecto de base relacionado con el aumento de impuestos del pasado año. En Rumanía, la inflación se situó ligeramente por encima del 4% en los meses anteriores a julio, elevándose significativamente hasta el 7,1% en julio, tras el reciente incremento del IVA. De cara al futuro, las subidas de impuestos en algunos países darán lugar a un aumento de la inflación, aunque se prevé que el impacto se verá limitado por el exceso de capacidad productiva sin utilizar.

La situación económica también ha seguido estabilizándose en los países más pequeños no pertenecientes a la zona del euro —es decir, los Estados bálticos y Bulgaria— debido principalmente, a la mejora de la demanda externa y al consiguiente crecimiento de la producción industrial. Al mismo tiempo, la demanda interna es todavía muy débil e incluso se está contrayendo en algunos países. De cara al futuro, se espera que las condiciones económicas sigan estabilizándose, aunque también se prevé que la debilidad de los mercados de trabajo y de las condiciones de concesión de crédito continúe siendo un fuerte lastre para la demanda interna.



En Rusia, la recuperación del producto que se inició en el segundo semestre de 2009 siguió siendo lenta en el primer semestre de 2010. El avance de las cifras indica que el crecimiento del PIB real aumentó ligeramente en el segundo trimestre de 2010, tras registrar tasas muy bajas en el primer trimestre. Los indicadores adelantados apuntan a un debilitamiento del ritmo de crecimiento, debido en parte a la excepcional ola de calor que azotó Rusia este verano. Es posible que ello tenga un efecto negativo sobre las perspectivas, tanto de crecimiento como de inflación, pero de momento es difícil calibrar el alcance del impacto. Además, el hecho de que los precios de las materias primas sean más bajos de lo previsto y el crecimiento relativamente moderado del crédito interno siguen siendo importantes factores de riesgo para la recuperación. La inflación ha continuado reduciéndose hasta situarse en un 5,5%, en tasa interanual, en julio. Sin embargo, los riesgos son al alza, debido en parte al impacto de la ola de calor sobre los precios de los alimentos.

### ECONOMÍAS EMERGENTES DE ASIA

Las cuentas nacionales del segundo trimestre de 2010 confirmaron el comportamiento económico sólido y sostenido de las economías emergentes de Asia durante el pasado año. No obstante, en varias de estas economías, las tasas de crecimiento del PIB fueron algo más bajas que en el trimestre anterior, lo que sugiere cierto enfriamiento de la actividad económica en la región. El crecimiento del PIB estuvo determinado por una serie de componentes de la demanda: en algunas economías, la contribución más importante provino del consumo privado y de la inversión en capital fijo; en otras, la fortaleza de la demanda exterior neta fue relativamente más importante. Las tasas de inflación se mantuvieron en gran medida estables en la región en julio.

En China, el crecimiento del PIB real experimentó una contracción, hasta el 10,3% en tasa interanual, en el segundo trimestre de 2010, desde el 11,9% registrado en el primer trimestre, lo que indica una desaceleración de la economía y un menor riesgo de recalentamiento. El crecimiento económico viene determinado cada vez más por la demanda externa. Las exportaciones aumentaron un 41%, en tasa interanual, en el segundo trimestre, sobrepasando la tasa de crecimiento de las importaciones en junio por primera vez en 13 meses. El crecimiento de las importaciones se redujo en el segundo trimestre, debido a que la demanda interna fue relativamente más débil y al descenso de los precios de las materias primas durante la mayor parte del trimestre. Como resultado, los superávits comerciales mensuales han aumentado sustancialmente desde mayo, alcanzando niveles previos a la crisis. Por otra parte, como consecuencia de la gradual retirada de los estímulos fiscales y monetarios y de la adopción de medidas administrativas para hacer frente a la especulación en el mercado inmobiliario se produjo una desaceleración de la inversión en activos fijos y en la construcción. La inflación medida por el IPC aumentó hasta el 3,3% en julio, desde el 2,9% registrado en el mes anterior. No obstante, este aumento es atribuible, principalmente, a factores transitorios relacionados con las inundaciones que afectaron al sur del país y dieron lugar a un incremento de los precios de los alimentos. La inflación medida por el IPRI comenzó a moderarse en julio. Se prevé que una cierta moderación del ritmo de crecimiento económico atenúe las presiones inflacionistas.

En Corea, el PIB real aumentó un 7,1%, en tasa interanual, en el segundo trimestre de 2010, frente al 8,1% del primer trimestre. La solidez de las exportaciones y la capacidad de resistencia del consumo privado contribuyeron positivamente al crecimiento, mientras que la reducción del gasto público y la inversión en construcción explican la moderada desaceleración en comparación con el trimestre anterior. En promedio, la inflación interanual medida por el IPC se redujo ligeramente, hasta el 2,6%, en el segundo trimestre de 2010, desde el 2,7% del primer trimestre. En India, el PIB registró una expansión del 3,7%, en tasa interanual, en el segundo trimestre de 2010, impulsado por la inversión y el consumo interno privados. La tasa media de inflación interanual medida por los precios al por mayor —la princi-

pal medida de inflación que utiliza el Banco de Reserva de India— aumentó desde el 10,2% en el primer trimestre hasta el 11% en el segundo trimestre.

En general, el notable comportamiento económico de las economías emergentes de Asia, observado a partir del segundo trimestre de 2009, estuvo determinado, inicialmente, por las medidas de estímulo fiscal y monetario y, posteriormente, por el repunte de la demanda mundial, pero también, cada vez más, por la demanda interna privada. Más recientemente, la gradual retirada de las políticas de apoyo y la moderación de la demanda externa han dado lugar a un enfriamiento (limitado) de la actividad económica y se prevé que se traducirán en un crecimiento algo más lento en el segundo semestre de 2010.

### AMÉRICA LATINA

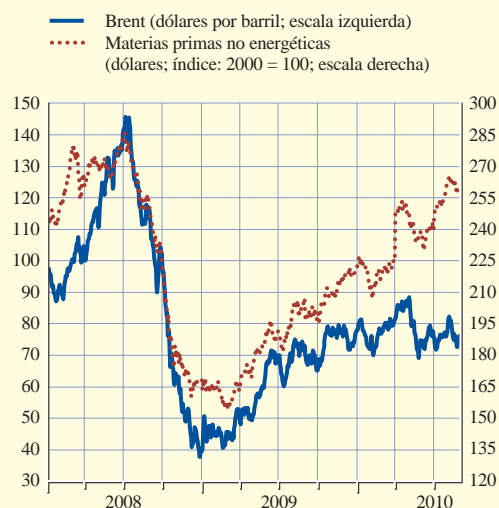
En América Latina, la fuerte recuperación económica observada en el primer trimestre de 2010 continuó en el segundo trimestre. Las presiones inflacionistas aumentaron, en promedio, en la mayoría de los países de la región en el segundo trimestre de 2010. En México, el crecimiento del PIB real fue del 7,7%, en tasa interanual, en el segundo trimestre de 2010, frente al 4,3% registrado en el primer trimestre del año. La inflación interanual, medida por los precios de consumo, se situó, en promedio, en el 4% en el segundo trimestre, lo que supone un descenso respecto al 4,8% del trimestre precedente. En Argentina, la actividad económica ha experimentado una sólida recuperación, a juzgar por el robusto crecimiento de la producción industrial en el segundo trimestre (10% en tasa interanual). En promedio, la inflación interanual fue del 10,6% en el segundo trimestre de 2010, frente al 9% del primer trimestre. Por el contrario, en Brasil, la tasa media de crecimiento de la producción industrial en el segundo trimestre de 2010 (14,3% en tasa interanual) fue más baja que en el primer trimestre (18,1%). La inflación interanual en Brasil ascendió al 5,2% en el segundo trimestre. En general, la actividad económica en América Latina ha repuntado rápidamente desde el segundo semestre de 2009. No obstante, de cara al futuro, se prevé que la recuperación pierda fuerza con la gradual retirada de las medidas de estímulo fiscal.

### 1.2 MERCADOS DE MATERIAS PRIMAS

Tras registrar un incremento en 2009, los precios del petróleo han fluctuado en torno a una media de 78 dólares estadounidenses el barril desde comienzos de 2010, en un entorno de cierta volatilidad (véase gráfico 4). El 1 de septiembre, el precio del barril de Brent se situaba en 75,6 dólares estadounidenses, un nivel algo más bajo (3%) que el observado a comienzos del año. De cara al futuro, los participantes en los mercados prevén precios ligeramente más altos en el medio plazo, y los futuros con entrega en diciembre de 2012 se negocian actualmente a 85,8 dólares estadounidenses el barril.

En los tres últimos meses, los precios del petróleo han estado sujetos a la interacción de unas sólidas variables fundamentales por el lado de la demanda y la incertidumbre en torno a la fortaleza de la recuperación macroeconómica mundial. Por lo que

Gráfico 4 Evolución de los mercados de materias primas



Fuentes: Bloomberg y HWWI.

respecta a la demanda, la Agencia Internacional de la Energía ha revisado al alza repetidas veces sus proyecciones de demanda de petróleo para 2010 y 2011, basándose, principalmente, en supuestos más favorables respecto al crecimiento económico mundial. No obstante, la incertidumbre que rodea a la fortaleza de la recuperación económica mundial ha contribuido a la presión a la baja sobre los precios del crudo. El crecimiento de la demanda mundial de petróleo, que fue sólido en el primer semestre de 2010, se ha moderado ligeramente desde mediados de año, debido principalmente al menor crecimiento de la demanda de petróleo en China. La oferta de petróleo ha seguido siendo abundante, ya que la producción de los países miembros de la OPEP ha superado ampliamente los objetivos y las existencias de la OCDE aumentaron notablemente en el segundo trimestre de 2010.

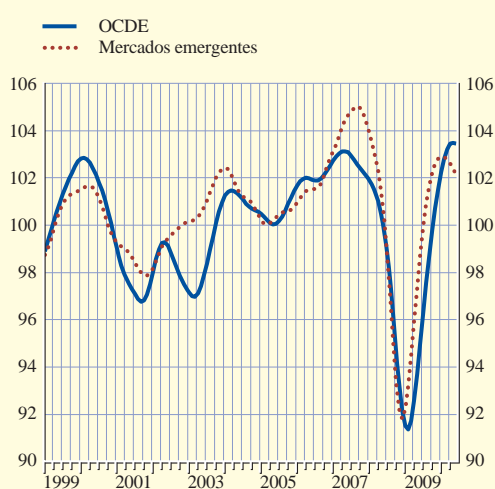
Los precios de las materias primas no energéticas han registrado pronunciados aumentos en los últimos meses, impulsados principalmente por las fuertes subidas de los precios de los alimentos. Aunque los precios de los cereales se redujeron en junio, debido a la abundante oferta, las desfavorables condiciones meteorológicas imperantes en los principales países exportadores de trigo crearon importantes tensiones en el mercado, que dieron lugar a un aumento de los precios de los alimentos en agosto. De cara al futuro, varios organismos agrícolas internacionales han revisado a la baja la producción mundial de trigo prevista para 2010 y 2011, elevando así los riesgos al alza para los precios de los alimentos en el corto plazo. Los precios de los metales también han aumentado desde mediados de junio, recuperándose de las caídas experimentadas en los meses anteriores. Los niveles de existencias de la mayoría de los metales básicos descendieron tras reducirse la producción en un contexto de evolución más lenta de la demanda (que, no obstante, sigue siendo sólida), especialmente en China. En cifras agregadas, el índice de precios de las materias primas no energéticas (denominado en dólares estadounidenses) se situaba, a finales de agosto, un 16,8% por encima del nivel de comienzos del año.

### 1.3 PERSPECTIVAS DEL ENTORNO EXTERIOR

De cara al futuro, los datos basados en las encuestas e indicadores más recientes apuntan a que continuará la recuperación, si bien el ritmo de crecimiento mundial se moderará algo más en el segundo semestre del año. En junio, el indicador sintético adelantado de la OCDE descendió ligeramente, lo que sugiere a una desaceleración de la expansión económica en la mayoría de las economías avanzadas y a una tasa de crecimiento inferior a la tasa de crecimiento tendencial en algunos de los principales mercados emergentes como China e India (véase gráfico 5). Asimismo, el indicador de clima económico mundial del Ifo, que se redujo ligeramente en el tercer trimestre, especialmente en América del Norte y Asia, aporta nueva evidencia de un debilitamiento de las perspectivas de crecimiento mundial en el segundo semestre del año. Aunque la evaluación de la actual situación económica es más favorable que en la encuesta anterior, se han revisado a la baja las expectativas económicas para los próximos seis

**Gráfico 5 Indicadores sintéticos adelantados de la OCDE**

(datos mensuales; ajustados a la amplitud del ciclo)



Fuente: OCDE.

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

meses. Para 2011, la mayoría de los analistas, tanto privados como públicos, prevén que la economía mundial registrará una tasa de crecimiento interanual más baja que en 2010, pero que recobrará cierto impulso a lo largo del año.

En un clima de incertidumbre, los riesgos para la actividad económica mundial siguen tendiendo ligeramente a la baja. Por el lado positivo, el comercio mundial podría continuar teniendo un comportamiento mejor de lo previsto. Por el lado negativo, sigue preocupando la posibilidad de que se recrudezcan las tensiones en los mercados financieros, aumenten de nuevo los precios del petróleo y otras materias primas, se intensifiquen las presiones proteccionistas y se produzca una corrección desordenada de los desequilibrios mundiales.

## 2 EVOLUCIÓN MONETARIA Y FINANCIERA

### 2.1 DINERO Y CRÉDITO DE LAS IFM

Los últimos datos monetarios disponibles hasta julio confirman la persistente debilidad de la tasa de crecimiento interanual de M3 y del crédito al sector privado en la zona del euro. Esta evolución continúa respaldando la valoración de que el ritmo de expansión monetaria subyacente es moderado y de que las presiones inflacionistas a medio plazo permanecen contenidas. No obstante, el grado en que el crecimiento de M3 continúa infravalorando el ritmo de crecimiento monetario subyacente, está disminuyendo debido al debilitamiento del impacto ejercido por la pronunciada pendiente de la curva de rendimientos. La tasa de crecimiento interanual de los préstamos concedidos por las IFM al sector privado volvió a repuntar, corroborando la interpretación de que viene produciéndose una recuperación desde comienzos de año en la dinámica de los préstamos otorgados al sector privado. Esta dinámica reflejó una evolución menos negativa de los préstamos a las sociedades no financieras, aunque también un mayor volumen de crédito a los intermediarios financieros no monetarios, mientras que los préstamos a los hogares parecen haberse estabilizado. Por último, la evolución registrada en julio sugiere que el proceso de expansión gradual de los balances de las IFM de la zona del euro observado durante los primeros meses de este año se ha reanudado.

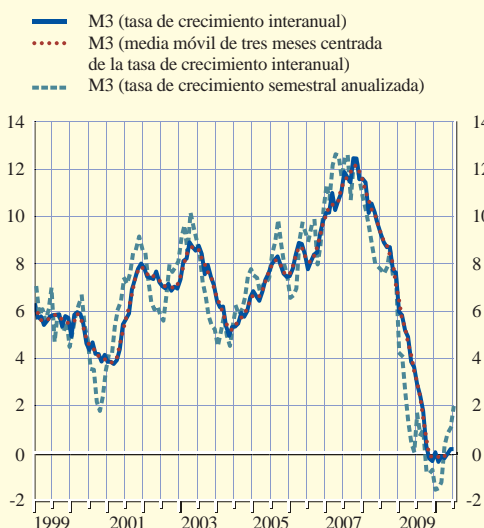
#### EL AGREGADO MONETARIO AMPLIO M3

La tasa de crecimiento interanual del agregado monetario amplio M3 mantuvo su debilidad, situándose en el 0,2% en julio de 2010, tras el -0,1% del segundo trimestre y el -0,2% del primer trimestre del año en curso (véase gráfico 6). Los indicadores de la evolución de M3 a corto plazo, como las tasas de crecimiento semestrales anualizadas, han repuntado, aunque se recomienda cautela al interpretar esta evolución como indicio de una incipiente recuperación del crecimiento monetario. En particular, gran parte de este repunte obedeció a la creciente aportación de los intermediarios financieros no monetarios distintos de las empresas de seguros y los fondos de pensiones.

En conjunto, el crecimiento monetario ha seguido siendo débil, lo que en cierta medida continúa reflejando el impacto de los niveles de los tipos de interés. La acusada pendiente de la curva de rendimientos apenas ha cambiado en los últimos meses, y las reasignaciones de cartera a gran escala desde activos monetarios hacia activos no monetarios que generan intereses mejor remunerados han desaparecido gradualmente. Así pues, el grado en que el crecimiento de M3 infravalora el ritmo de crecimiento monetario subyacente está disminuyendo. Al mismo tiempo, continuó produciéndose una cierta sustitución entre M1 y los componentes mejor remunerados de M3 tras el aumento de la remuneración de los depósitos a plazo hasta dos años en relación con los costes de oportunidad de mantener depósitos a la vista y otros instrumentos monetarios a corto plazo.

Gráfico 6 Crecimiento de M3

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



Fuente: BCE.

Por lo que se refiere a las contrapartidas de M3, la tasa de crecimiento interanual de los préstamos concedidos al sector privado, el principal componente del crédito bancario total, ascendió hasta el 0,9% en julio, tras el 0,2% del segundo trimestre y el -0,4% del primer trimestre del presente año. Desde la perspectiva por sectores, la evolución más reciente sugiere una estabilización de la tasa de crecimiento interanual de los préstamos a los hogares. Al mismo tiempo, la tasa de crecimiento interanual de los préstamos a las sociedades no financieras ha aumentado desde comienzos de 2010, justificando así un prudente optimismo en torno a la posibilidad de que se haya producido un punto de inflexión en la evolución de estos préstamos. Sin embargo, el desigual repunte por sectores y la relativa fortaleza del recurso a la financiación en los mercados podría dar lugar a una recuperación más lenta de los préstamos bancarios.

Los principales activos de las IFM crecieron en el segundo trimestre de 2010 y también en julio, reflejando una expansión tanto del crédito entre IFM como de los préstamos a instituciones distintas de IFM de la zona del euro, mientras que se redujeron las tenencias de valores distintos de acciones. La expansión agregada aporta evidencia adicional de que se ha detenido el proceso de contracción de balances observado en las carteras de activos de las IFM durante 2009 (véanse más detalles en el recuadro 2 titulado «El papel de las operaciones entre IFM en la reciente evolución de los balances de las IFM»).

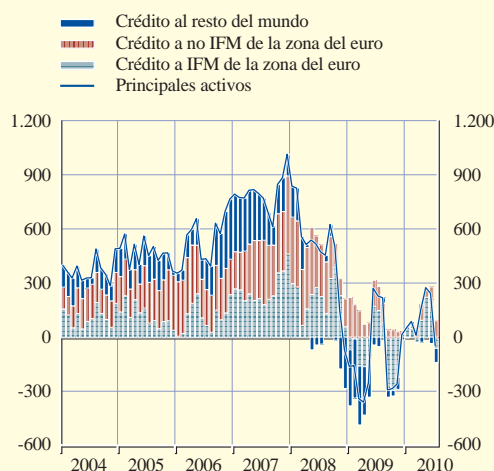
## Recuadro 2

### EL PAPEL DE LAS OPERACIONES ENTRE IFM EN LA EVOLUCIÓN RECIENTE DE LOS BALANCES DE ESTE SECTOR

Desde finales de 2008, los balances de las IFM de la zona del euro han estado sometidos a un profundo ajuste en respuesta a las tensiones registradas en los mercados financieros, pero también a las diversas medidas regulatorias y de política adoptadas para contrarrestarlas. Las estadísticas de los balances de las IFM, que proporcionan información puntual para realizar un seguimiento de este proceso a escala agregada, sugieren que el ajuste se ha realizado de manera escalonada e inconstante (véase gráfico A)<sup>1</sup>. Después de que, tras la quiebra de Lehman Brothers, al principio, las IFM de la zona del euro redujeran considerablemente el tamaño de sus balances, han alternado períodos de acumulación y períodos en los que han vuelto a vender activos. El principal factor impulsor de este patrón cambiante observado en la evolución de los balances de las IFM de la zona han sido los activos emitidos por las propias IFM que mantiene este sector (es decir, el crédito a las IFM de la zona del euro). En este

#### Gráfico A Principales activos de las IFM

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



Fuentes: BCE, cálculos del BCE.

Notas: El sector informador comprende las IFM, excluido el Euro-sistema. El «crédito» incluye préstamos, valores distintos de acciones y acciones y otras participaciones. Los «principales activos» excluyen las participaciones en fondos del mercado monetario, los activos fijos y los activos restantes.

1 Las estadísticas mensuales de los balances de las IFM también incluyen los activos que mantienen los fondos monetarios de la zona del euro. Sin embargo, los activos de estos fondos representan menos del 5% de los activos totales de las IFM de la zona del euro.



recuadro se analiza la evolución de las transacciones entre las IFM durante el período de ajuste de los balances de este sector.

### El papel de los activos frente al Eurosistema y de los préstamos a otras IFM de la zona del euro

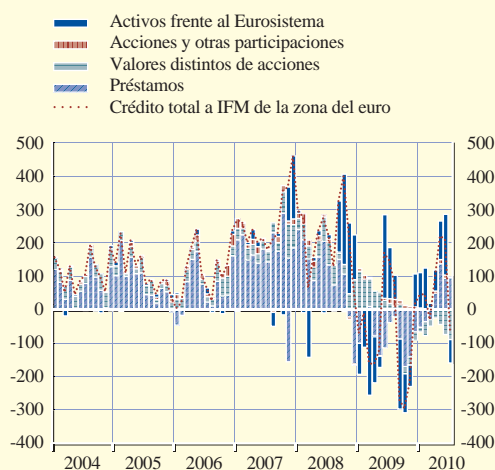
De las operaciones entre IFM, la más importante es la concesión de préstamos. En las estadísticas de los balances de las IFM, estos préstamos incluyen también los activos de las IFM de la zona del euro frente a los bancos centrales del Eurosistema, que en las estadísticas se clasifican en el sector de las IFM. Estos activos están principalmente relacionados con los saldos en cuentas corrientes de las entidades de crédito en el Eurosistema y con su recurso a la facilidad de depósito del Eurosistema. En el contexto de la respuesta del BCE a la crisis financiera, estas posiciones han pasado a ser considerables, reflejando con ello la provisión de liquidez ilimitada a las entidades de crédito de la zona por parte del Eurosistema y, por consiguiente, deben identificarse por separado.

Los préstamos a otras IFM de la zona del euro (esto es, IFM excluido el Eurosistema) han sido, junto con las tenencias de activos frente a no residentes, la posición más afectada por el ajuste de los balances de las IFM de la zona llevado a cabo desde finales de 2008. No obstante, en algunos períodos, la disminución de los préstamos a otras IFM de la zona del euro se ha compensado con creces con un aumento de los activos de este sector frente al Eurosistema. Por ejemplo, en el verano de 2009, el incremento de estos activos, tras la notable utilización de la primera operación de financiación a más largo plazo con vencimiento a un año realizada en junio, dio lugar a un aumento de las tenencias totales de activos de las IFM (véase gráfico B)<sup>2</sup>. Posteriormente, a medida que las entidades de crédito ajustaron los préstamos concedidos por el Eurosistema, sus activos también se redujeron, con lo que contribuyeron a la caída general del crédito concedido a las IFM de la zona del euro en el cuarto trimestre de 2009 e introdujeron una volatilidad considerable en esta posición.

En la primavera de 2010 se observó una renovada expansión del crédito concedido a las IFM de la zona del euro. Los activos frente al Eurosistema volvieron a contribuir a este incremento. No obstante, a diferencia de lo sucedido durante el efímero episodio de aumento registrado en el verano de 2009, el crédito a otras IFM también contribuyó a esta dinámica. Sin embargo, en 2010, la evolución de estos préstamos entre IFM se ha caracterizado por un patrón intermitente. En vista de la reaparición de las tensiones en los mercados financieros durante este período, es poco probable que el crecimiento repentino registrado por los préstamos entre las IFM sea plenamente indicativo de una mejora genuina de la disposición de las entidades de crédito a prestarse fondos entre sí.

**Gráfico B Activos de las IFM frente al sector de las IFM de la zona del euro**

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



<sup>2</sup> Véase el recuadro titulado «Impacto de la primera operación de financiación a plazo más largo con vencimiento a un año» en el Boletín Mensual de agosto de 2009.

Fuentes: BCE, cálculos del BCE.

Notas: El sector informador comprende las IFM, excluido el Eurosistema.

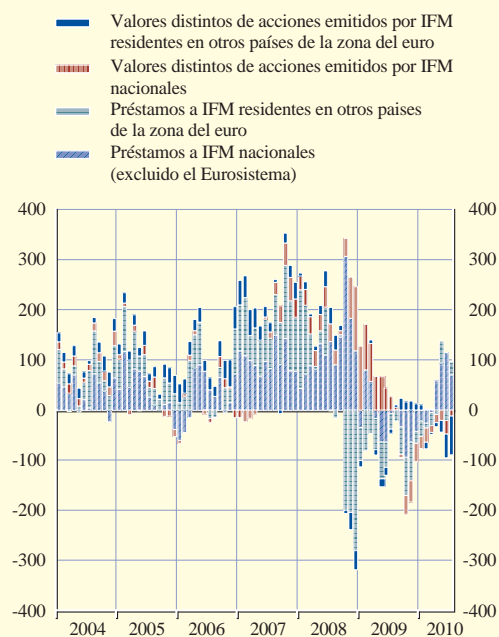
Es probable que, en un principio, el aumento del crédito entre las IFM registrado en la primavera de 2010 fuera reflejo de la progresiva normalización de los mercados monetarios de la zona del euro. En este contexto, el Eurosistema había iniciado la retirada gradual de algunas de sus medidas no convencionales<sup>3</sup>. Sin embargo, las tensiones que se produjeron en los mercados de deuda soberana provocaron una renovada desconfianza entre las entidades de crédito que eventualmente se propagó al mercado monetario a finales de abril. Al principio, el considerable recurso a las operaciones de financiación del Eurosistema ocultó el impacto de la reaparición de las tensiones en las operaciones interbancarias, ya que es posible que la redistribución de la liquidez del banco central entre redes de filiales de las entidades de crédito haya favorecido un nuevo aumento del crédito a otras IFM. No obstante, en junio, la persistencia de las tensiones en los mercados financieros, junto con los ajustes de los balances relacionados con el final del trimestre y con la incertidumbre de algunos participantes en el mercado en lo que respecta a la situación de liquidez en vista del inminente vencimiento de la importante operación de financiación a más largo plazo a un año el 1 de julio, se tradujo en una reducción de los préstamos interbancarios. Después de finalizar el trimestre, y a medida que las condiciones en los mercados mejoraron en julio, parece que las IFM comenzaron a conceder más préstamos, al menos a un grupo de entidades de crédito de la zona del euro. Con todo, el crédito total concedido a las IFM de la zona del euro se redujo en julio, ya que el recurso a la facilidad de depósito del Eurosistema disminuyó sustancialmente.

### El papel del lugar de residencia de las contrapartidas en los préstamos entre IFM

Las tensiones observadas en los mercados financieros han afectado a los préstamos concedidos por las IFM de la zona del euro a otras IFM de forma asimétrica en lo que respecta al lugar de residencia de la IFM de contrapartida (prestataria). Tras la quiebra de Lehman Brothers, las IFM de la zona del euro redujeron drásticamente sus préstamos a las IFM de otros países de la zona y, al mismo tiempo, incrementaron el crédito a las IFM del país en el que eran residentes (véase gráfico C). En cierta medida, esta evolución refleja la reestructuración de un importante grupo bancario de la zona del euro, que se tradujo en la corrección de las posiciones intragrupo transfronterizas. Se ha de tener presente que los préstamos a las IFM que figuran en las estadísticas de los balances de este sector incluyen también activos que no son resultado de verdaderas operaciones interbancarias basadas en el mercado. Incluyen, por ejemplo, operaciones dentro de grupos bancarios. En consecuencia, operaciones como las reestructuraciones pueden tener un impacto considerable sobre estas estadísticas. No

**Gráfico C Activos de las IFM frente a IFM nacionales y a IFM residentes en otros países de la zona del euro**

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



3 Véase el recuadro titulado «Reacción de los mercados monetarios a los anuncios relativos a la retirada de las medidas no convencionales» en el Boletín Mensual de abril de 2010.

Fuentes: BCE, cálculos del BCE.

Notas: El sector informador comprende las IFM, excluido el Eurosistema. Se excluyen los préstamos al Eurosistema y las acciones y otras participaciones.

obstante, incluso si se descuenta el impacto de esta operación de reestructuración, el patrón de una evolución opuesta de los préstamos a las IFM nacionales y de los concedidos a las IFM residentes en otros países de la zona del euro a finales de 2008 y principios de 2009 se mantiene intacto. Este patrón indica que la integración de los mercados monetarios de la zona del euro, que estaba muy avanzada antes de que comenzaran las turbulencias en los mercados financieros, se ha visto dificultada, al menos temporalmente, ya que parece que las entidades de crédito han preferido limitarse a conceder préstamos interbancarios dentro de sus fronteras nacionales<sup>4</sup>. Tras esta reacción inicial, con el tiempo, las IFM de la zona del euro también redujeron sus préstamos a las entidades de crédito nacionales.

También se ha observado cierta asimetría, aunque menos acusada, durante la reciente reiniciación de los préstamos a las IFM de la zona del euro. En primer lugar, esta reactivación del crédito se dirigió principalmente a las IFM residentes en el mismo Estado miembro que los prestamistas. Sin embargo, posteriormente, los préstamos a las IFM residentes en otros países de la zona también repuntaron, con la excepción de la evolución observada en junio.

### El papel de las tenencias de valores distintos de acciones emitidos por las IFM de la zona del euro

Aparte de préstamos, las IFM conceden crédito a otras IFM, principalmente mediante la adquisición de valores de renta fija (valores distintos de acciones) emitidos por dichas instituciones. Tras la quiebra de Lehman Brothers, y mientras el crédito interbancario se reducía considerablemente, las IFM aumentaron sustancialmente sus tenencias de este tipo de valores (véase gráfico B), lo que refleja, en gran parte, el atractivo relativo de estos valores, en comparación con los préstamos, en un entorno de incertidumbre en torno a la fortaleza de los balances de al menos una parte del sector de las IFM. El origen de este atractivo fueron las garantías públicas que cubrieron a la mayor parte de los valores de renta fija emitidos por las IFM durante ese período. Al igual que en el caso de los préstamos a las IFM, se dispone de evidencia de un «sesgo nacional» en los valores de renta fija de las IFM adquiridos durante ese período. Los valores adquiridos a finales de 2008 y en el primer semestre de 2009 habían sido emitidos por las IFM residentes en el mismo país de la zona del euro que el comprador, mientras que las tenencias de valores de renta fija emitidos por IFM residentes en otros países de la zona del euro se redujeron (véase gráfico C)<sup>5</sup>.

La emisión de valores de renta fija cubiertos por garantías públicas por parte de las IFM ha disminuido desde el verano de 2009<sup>6</sup>. Al mismo tiempo, la mayor parte de las IFM se ha abstenido de adquirir más valores de renta fija emitidos por este sector y realmente ha reducido sus tenencias de estos valores en los últimos meses. Esta disminución ha afectado fundamentalmente a los valores de renta fija emitidos por las IFM residentes en otros países de la zona del euro.

4 También se proporciona evidencia que corrobora la reducción del crédito interbancario transfronterizo dentro de la zona del euro a nivel agregado en Avdjiev, S., Upper, C. y von Kleist, K., «Highlights of international banking and financial market activity», *Quarterly Review*, BPI, Basilea, junio de 2010. A escala microeconómica, se proporciona evidencia en Cassola, N., Holthausen, C. y Lo Duca, M., «The 2007/2009 turmoil: a challenge for the integration of the euro area money market?», trabajo presentado en la conferencia organizada por el BCE y la Comisión Europea sobre: «Integración financiera y estabilidad: el legado de la crisis», Fráncfort del Meno, 12 de abril de 2010.

5 En algunos casos, los valores de renta fija con garantías públicas emitidos fueron retenidos por la IFM emisora para utilizarlos como activos de garantía en las operaciones de financiación del Eurosistema. En función del tratamiento estadístico de la compensación de activos y pasivos en los respectivos países de la zona del euro, estas operaciones han influido en las tenencias del sector de las IFM de valores de renta fija emitidos por las IFM nacionales.

6 Véase el recuadro titulado «Financiación de las IFM de la zona del euro mediante la emisión de valores de renta fija» en el Boletín Mensual de agosto de 2010.

## Conclusiones

El hecho de que el ajuste de los balances de las IFM de la zona del euro se haya efectuado de manera escalonada desde finales de 2008 ha reflejado, fundamentalmente, la trayectoria del crédito a las IFM de la zona del euro. Tras registrar una fuerte contracción a principios de 2009, la evolución de los balances de las IFM de la zona ha presentado dos episodios principales de expansión. El primero, en el verano de 2009, estuvo íntegramente impulsado por el aumento de los activos de las IFM frente al Eurosistema. No obstante, a principios de la primavera de 2010, el incremento del crédito entre IFM también contribuyó a la acumulación de activos de las IFM.

Para que el sistema bancario funcione de manera eficiente, es necesario distribuir el exceso de liquidez a través del mercado interbancario. En vista de las perturbaciones registradas en los mercados monetarios, el Eurosistema ha asumido temporalmente la función de proporcionar esta intermediación. La incipiente reactivación de la actividad en los mercados interbancarios en la primavera de 2010 se vio interrumpida por la reaparición de las tensiones en los mercados financieros. En los próximos meses se aclarará si la reanudación del crédito entre IFM observada en julio, según se recoge en las estadísticas de los balances de las IFM, señala el comienzo de un retorno más sostenido a la normalidad en la actitud de las IFM de la zona del euro en lo que respecta al crédito entre IFM.

## PRINCIPALES COMPONENTES DE M3

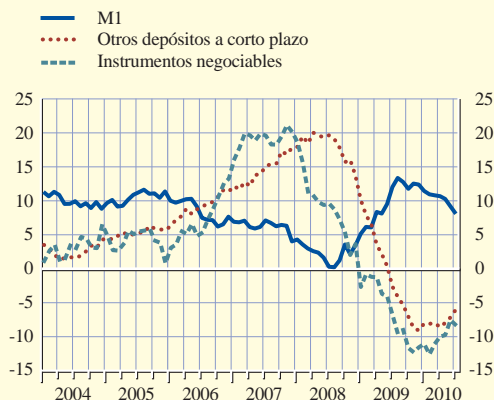
La evolución de M3 encubre diferencias en sus principales componentes, con un descenso adicional de la tasa de crecimiento interanual de M1, si bien aún en niveles notablemente positivos, mientras que la de los depósitos a corto plazo distintos de los depósitos a la vista (es decir, M2 menos M1) y de los instrumentos negociables (esto es, M3 menos M2; véase gráfico 7) crecían durante el segundo trimestre de 2010 y en julio, aunque a partir de tasas todavía claramente negativas. Así pues, las diferencias entre estas tasas de crecimiento han tendido a reducirse, aunque siguen siendo amplias.

La tasa de crecimiento interanual de M1 se redujo hasta el 10,3% en el segundo trimestre, desde el 11,3% del trimestre anterior. En julio de 2010 se observó una caída adicional hasta el 8,1% (véase cuadro 1), pese a los considerables flujos mensuales de entrada en los depósitos a la vista.

En el segundo trimestre de 2010, el único cambio visible en la remuneración de los distintos componentes de M3 fue un aumento adicional de los tipos de interés pagados por los depósitos a corto plazo (es decir, los depósitos a plazo hasta dos años). Este aumento conllevó una ampliación de su diferencial frente a los tipos de interés pagados por los depósitos a la vista y a los abonados por los depósitos de ahorro (esto es, los depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses). Esta evolución ha dado lugar a un cierto reajuste, induciendo un mayor crecimiento de los otros depósitos a corto plazo.

Gráfico 7 Principales componentes de M3

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



Fuente: BCE.

**Cuadro I Cuadro resumen de variables monetarias**

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

	Saldo vivo en porcentaje de M3 <sup>1)</sup>	Tasas de crecimiento interanual					
		2009 III	2009 IV	2010 I	2010 II	2010 Jun	2010 Jul
<b>M1</b>	<b>49,7</b>	<b>12,2</b>	<b>12,3</b>	<b>11,3</b>	<b>10,3</b>	<b>9,2</b>	<b>8,1</b>
Efectivo en circulación	8,3	12,8	7,5	6,2	6,4	6,9	6,6
Depósitos a la vista	41,4	12,0	13,3	12,4	11,1	9,6	8,4
<b>M2 - M1 (= otros depósitos a corto plazo)</b>	<b>38,6</b>	<b>-3,1</b>	<b>-7,7</b>	<b>-8,2</b>	<b>-8,0</b>	<b>-7,1</b>	<b>-6,0</b>
Depósitos a plazo hasta dos años	18,9	-13,2	-22,1	-22,8	-21,6	-19,6	-17,5
Depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses	19,7	12,9	15,8	13,3	10,2	9,0	8,2
<b>M2</b>	<b>88,3</b>	<b>4,5</b>	<b>2,2</b>	<b>1,7</b>	<b>1,4</b>	<b>1,4</b>	<b>1,4</b>
<b>M3 - M2 (= instrumentos negociables)</b>	<b>11,7</b>	<b>-7,6</b>	<b>-11,4</b>	<b>-11,7</b>	<b>-9,7</b>	<b>-7,6</b>	<b>-8,3</b>
<b>M3</b>	<b>100,0</b>	<b>2,7</b>	<b>0,3</b>	<b>-0,2</b>	<b>-0,1</b>	<b>0,2</b>	<b>0,2</b>
<b>Crédito a residentes en la zona del euro</b>		<b>3,7</b>	<b>3,1</b>	<b>1,9</b>	<b>1,8</b>	<b>1,5</b>	<b>1,9</b>
Crédito a las Administraciones Públicas		12,0	14,2	9,9	9,0	8,1	7,6
Préstamos a las Administraciones Públicas		2,6	3,1	3,8	6,7	7,0	5,9
Crédito al sector privado		2,1	0,9	0,3	0,2	0,1	0,6
Préstamos al sector privado		0,4	-0,6	-0,4	0,2	0,5	0,9
Préstamos al sector privado ajustados por ventas y titulizaciones		1,6	0,3	-0,2	0,2	0,5	1,0
<b>Pasivos financieros a más largo plazo (excluidos capital y reservas)</b>		<b>4,8</b>	<b>6,7</b>	<b>5,5</b>	<b>4,4</b>	<b>2,7</b>	<b>2,3</b>

Fuente: BCE.

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

La tasa de variación interanual de los depósitos a corto plazo distintos de los depósitos a la vista aumentó en el segundo trimestre de 2010, hasta situarse en el -8%, frente al -8,2% del trimestre anterior. Esta dinámica se acentuó en julio, mes en que esta tasa fue del -6%, y continuó reflejando la evolución dispar en los subcomponentes individuales, ya que el crecimiento de los depósitos a corto plazo continuó aumentando considerablemente, aunque todavía a tasas negativas, mientras que el de los depósitos de ahorro a corto plazo siguió disminuyendo.

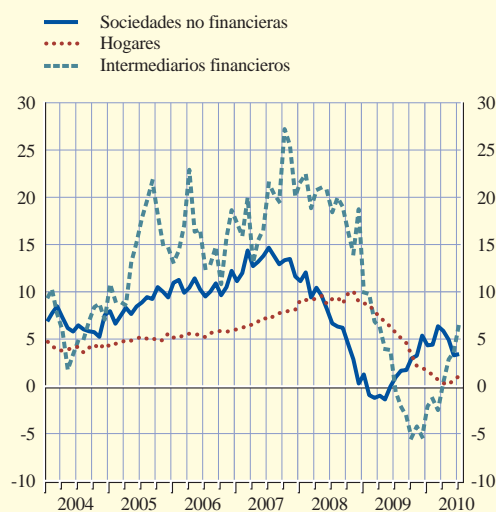
Los instrumentos negociables incluidos en M3 también registraron una menor tasa de descenso interanual en julio, que se situó en el -8,3%, desde el -9,7% del segundo trimestre y el -11,7% del trimestre anterior. Esta evolución obedeció predominantemente a unas tasas de crecimiento menos negativas de los valores distintos de acciones hasta dos años y a un aumento de la tasa de crecimiento interanual de las cesiones temporales. Sin embargo, la evolución de las cesiones temporales en los últimos meses reflejó principalmente las operaciones interbancarias realizadas mediante plataformas electrónicas vinculadas a entidades de contrapartida central que se clasifican dentro del sector de otros intermediarios financieros (OIF). Al mismo tiempo, volvieron a producirse significativas amortizaciones de participaciones en fondos del mercado monetario en poder de los sectores tenedores de dinero durante el segundo trimestre de 2010 y en julio, acentuando el signo negativo de su tasa de crecimiento interanual. La estabilización de los tipos de interés a corto plazo del mercado monetario en niveles particularmente bajos sugiere que la remuneración de ese instrumento, que está estrechamente vinculada a estos tipos, también es reducida. Por lo general esta situación ha inducido a los inversores a buscar rentabilidades más altas en instrumentos alternativos, como las participaciones en otras clases de fondos de inversión (para más detalles sobre la evolución de la inversión financiera del sector no financiero, véase la sección 2.2).

La tasa de crecimiento interanual de los depósitos de M3, que incluye los depósitos a corto plazo y las cesiones temporales, y que constituye el agregado monetario más amplio para el que se dispone de información fiable por sectores, volvió a crecer ligeramente y se situó en el 2% en julio de 2010, tras los aumentos del 1,2% y del 1,1% registrados en el segundo y en el primer trimestre, respectivamente, del

presente año. La evolución del segundo trimestre obedeció, en parte, a la aceleración que viene registrando el crecimiento interanual de los depósitos de M3 en manos de las sociedades no financieras, a una tasa del 5,2% en el segundo trimestre, frente al 4,9% del primer trimestre de 2010 (véase gráfico 8). Durante julio, sin embargo, la tasa de crecimiento interanual se redujo levemente, hasta el 3,4%. En conjunto, las sociedades no financieras han contribuido considerablemente a las tasas de crecimiento interanual del volumen total de depósitos de M3 registradas en los últimos meses. En esta fase, no resulta atípico observar una recuperación de las tenencias de depósitos de M3 que obran en poder de las sociedades no financieras, conforme las empresas tienden a acumular tenencias líquidas de M3 a medida que los flujos de efectivo se sitúan por encima de sus necesidades de capital circulante. Al mismo tiempo, las sociedades no financieras podrían optar por la financiación interna de sus gastos recurrentes, reflejando, en cierta medida, su inquietud en torno a la disponibilidad de financiación bancaria.

**Gráfico 8 Depósitos a corto plazo y cesiones temporales**

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



Fuente: BCE.  
Nota: Sector IFM, excluido el Eurosistema.

El reciente aumento de la tasa de crecimiento interanual de los depósitos de M3 también obedeció a la fuerte reactivación de la tasa de crecimiento interanual de las tenencias de depósitos de M3 en manos de los intermediarios financieros no monetarios, que pasó a ser positiva en abril de 2010 y siguió aumentando hasta alcanzar el 7,8% en julio. Esto significa que la contribución de las tenencias de M3 de los OIF representó cerca de la mitad de la tasa de crecimiento interanual del volumen total de depósitos de M3. La mayor parte de este aumento tuvo su origen en las cesiones temporales, que, a su vez, reflejaron en gran medida la actividad de negociación interbancaria a través de entidades de contrapartida central. El recurso a las operaciones bancarias con garantías a través de entidades de contrapartida central tiende a ser más intenso en un entorno de inestabilidad financiera. Sin embargo, esas transacciones reflejan la actividad interbancaria y tienden también a ser muy volátiles; por tanto, no pueden considerarse como indicativas de cambios más duraderos en la dinámica monetaria.

En cambio, la tasa de crecimiento interanual de las tenencias de depósitos de M3 que obran en poder de los hogares se redujo en el segundo trimestre de 2010, aunque repuntó en julio. Esta recuperación estaría en consonancia con una respuesta desfasada de los hogares a la actividad económica y con el debilitamiento del impacto moderador de la curva de rendimientos.

#### PRINCIPALES CONTRAPARTIDAS DE M3

En cuanto a las contrapartidas de M3, la tasa de crecimiento interanual del crédito total concedido por las IFM a residentes en la zona del euro permaneció prácticamente sin cambios en julio, en el 1,9%, tras el 1,8% del segundo trimestre de 2010 y el 1,9% del primer trimestre (véase cuadro 1). Esta evolución ocultó continuos descensos de la tasa de crecimiento interanual del crédito otorgado por la IFM a las Administraciones Públicas, simultáneos a una estabilización en el segundo trimestre de 2010, con posterior incremento en julio, del crédito concedido al sector privado.



El continuo descenso de la tasa de crecimiento interanual del crédito concedido por las IFM a las Administraciones Públicas (que retrocedió hasta el 7,6% en julio de 2010, desde el 9% del segundo trimestre y el 9,9% del primer trimestre) obedeció a una moderación gradual y persistente de la acumulación de valores públicos por parte del sector de las IFM, aun cuando siguieron realizándose compras, como evidencian los positivos flujos mensuales registrados.

El crecimiento interanual del crédito concedido por las IFM al sector privado se estabilizó durante el segundo trimestre de 2010 en una tasa del 0,2% (tras el 0,3% del primer trimestre), aunque en julio se elevó hasta el 0,6%. La tasa de crecimiento interanual de las tenencias de valores distintos de acciones del sector privado en manos de las IFM descendió nuevamente, desde el 5,4% en el primer trimestre de 2010 hasta el 0,1% en el segundo trimestre y el -1,1% en julio. Esta caída puede explicarse, al menos en parte, por el debilitamiento de las operaciones de titulización retenidas, tras la intensa actividad observada en el primer semestre de 2009. Análogamente, la tasa de crecimiento interanual de las tenencias de acciones y otras participaciones en poder de las IFM descendió hasta el -0,2% en julio de 2010, tras haberse estabilizado en ritmos del 0,9% y del 0,8% en el segundo y en el primer trimestre, respectivamente, del año en curso.

La tasa de crecimiento interanual de los préstamos otorgados por las IFM al sector privado —el principal componente del crédito a este sector— mantuvo su tendencia al alza, ascendiendo hasta el 0,9% en julio, desde el 0,2% registrado en el segundo trimestre y el -0,4% del trimestre anterior (véase cuadro 1). Esta evolución avala la tesis de una recuperación de la dinámica del crédito al sector privado desde comienzos de año. La diferencia con respecto a las series ajustadas por el impacto de las operaciones de titulación real prácticamente ha desaparecido, lo cual es reflejo de la moderación de los flujos de titulación observados, en promedio, en los doce últimos meses.

El aumento de la tasa de crecimiento interanual de los préstamos concedidos al sector privado refleja una estabilización, en líneas generales, del crédito a los hogares, así como una dinámica menos negativa del crédito otorgado a las sociedades no financieras. Al mismo tiempo, los préstamos a los OIF volvieron a aumentar, según ponen de relieve los considerables flujos mensuales observados en promedio.

La evolución de la tasa de crecimiento interanual de los préstamos concedidos a los hogares en el segundo trimestre de 2010 confirma la pauta de moderación observada desde el inicio del año. La evolución del crédito a los hogares continuó reflejando flujos positivos de préstamos para adquisición de vivienda, encubriendo simultáneamente flujos negativos en el crédito al consumo.

La tasa de crecimiento interanual de los préstamos otorgados a las sociedades no financieras se situó en el -1,3% en julio, ascendiendo desde el -2,2% del segundo trimestre y del -2,5% del primer trimestre de 2010. La evolución sigue estando determinada por flujos negativos en los préstamos hasta cinco años, mientras que los flujos mensuales de préstamos a más de cinco años se han mantenido, en promedio, en niveles positivos. La debilidad de los préstamos concedidos a las sociedades no financieras, especialmente los de vencimiento a más corto plazo, puede reflejar, en parte, una recuperación de los flujos de efectivo y de los beneficios no distribuidos (durante el primer trimestre de 2010, el sector de sociedades no financieras se transformó en prestamista neto por vez primera desde 2000). Además, la evolución del crédito a las sociedades no financieras de la zona del euro puede obedecer, en parte, a la aparente sustitución de préstamos por la emisión de valores distintos de acciones y de acciones cotizadas que ha venido observándose desde el primer semestre de 2009 y que continuó en el segundo trimestre de 2010 (para un análisis más detallado de la evolución de los préstamos y de la financiación por sectores, véanse las secciones 2.6 y 2.7).

En términos generales, la evolución de los préstamos al sector privado no financiero sigue siendo débil pero acorde con las regularidades históricas del ciclo económico. Los últimos datos alientan expectativas de que el punto de inflexión en el crecimiento del crédito a las sociedades no financieras haya tenido lugar ya, aunque por ahora aún se vea acompañado de flujos mensuales negativos.

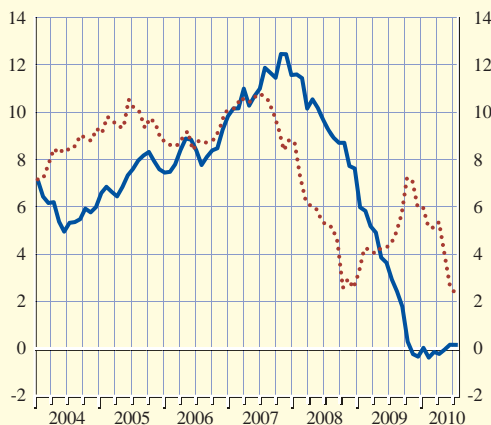
En cuanto a las demás contrapartidas de M3, la tasa de crecimiento interanual de los pasivos financieros a más largo plazo de las IFM (excluidos capital y reservas) se redujo hasta el 4,4% en el segundo trimestre de 2010, desde el 5,5% del trimestre anterior, antes de retroceder hasta el 2,3% en julio (véase gráfico 9). Esta evolución se explica por la reducción del crecimiento interanual de los depósitos a largo plazo (es decir, los depósitos a más de dos años y los disponibles con preaviso superior a tres meses). Estas cifras básicamente reflejan un estancamiento en los últimos meses de los flujos de entrada procedentes de los hogares y avala la opinión de que los anteriores desplazamientos desde depósitos de M3 hacia depósitos a más largo plazo alentados por la acusada pendiente de la curva de rendimientos han desaparecido en los meses recientes. Al mismo tiempo, la tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones a más de dos años volvió a descender hasta situarse en el 1,2% en julio, frente al 3,1% y 3,4% observados en el segundo y primer trimestre de 2010, respectivamente.

Por último, las entradas interanuales en la posición acreedora neta frente al exterior del sector de las IFM se redujeron hasta 115,8 mm de euros en el segundo trimestre de 2010, desde los 159,4 mm de euros del trimestre anterior (véase gráfico 10). En julio, estos flujos interanuales registraron un sustancial descenso hasta -2,4 mm de euros. La reducción de los flujos interanuales en la posición acreedora

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

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

- M3
- ..... Pasivos financieros a más largo plazo (excluidos capital y reservas)

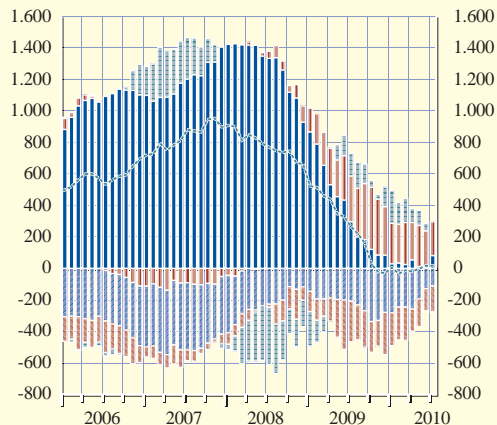


Fuente: BCE.

**Gráfico 10 Contrapartidas de M3**

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

- Crédito al sector privado (1)
- ..... Crédito a las AAPP (2)
- Activos exteriores netos (3)
- ..... Pasivos financieros a más largo plazo (excluidos capital y reservas) (4)
- ..... Otras contrapartidas (incluidos capital y reservas) (5)
- M3



Fuente: BCE.

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

neta frente al exterior refleja una caída de los activos exteriores brutos mucho más importante que la de los pasivos exteriores brutos, como pone de manifiesto el hecho de las entradas mensuales en activos exteriores brutos hayan sido negativas desde abril de 2010.

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

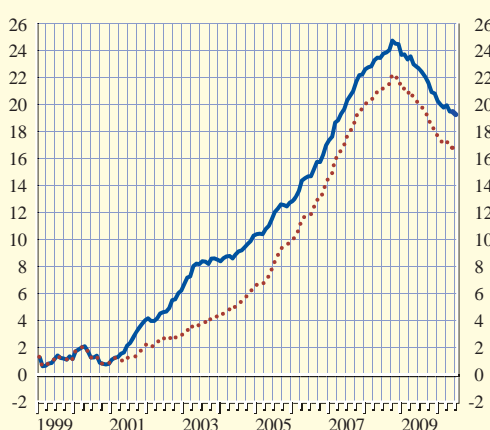
Teniendo en cuenta la evolución de las brechas monetarias nominal y real, el volumen de liquidez monetaria en la zona del euro se redujo gradualmente durante el segundo trimestre de 2010 y en julio a partir de unos elevados niveles (véanse gráficos 11 y 12). Estas medidas de las condiciones de liquidez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

En resumen, la persistencia del débil crecimiento de M3 y del crédito avala la interpretación de que el ritmo de expansión monetaria subyacente es moderado y de que las presiones inflacionistas a medio plazo derivadas de la evolución monetaria permanecen contenidas. El crecimiento de M3 sigue infrava-

**Gráfico 11 Estimaciones de la brecha monetaria nominal<sup>1)</sup>**

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

- Brecha monetaria nominal basada en M3 oficial
- ..... Brecha monetaria nominal basada en M3 corregido por el impacto estimado de los desplazamientos de cartera<sup>2)</sup>



Fuente: BCE.

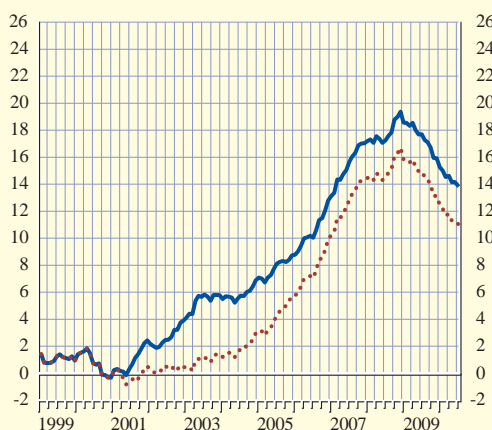
1) La brecha monetaria nominal se define como la diferencia existente entre el nivel efectivo de M3 y el nivel que correspondería a un crecimiento constante de este agregado monetario igual a su valor de referencia (4,5%), tomando diciembre de 1998 como período base.

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

**Gráfico 12 Estimaciones de la brecha monetaria real<sup>1)</sup>**

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

- Brecha monetaria real basada en M3 oficial
- ..... Brecha monetaria real basada en M3 corregido por el impacto estimado de los desplazamientos de cartera<sup>2)</sup>



Fuente: BCE.

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

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

lorando el ritmo de crecimiento monetario subyacente, pero en menor medida que en trimestres anteriores, debido al debilitamiento del impacto a la baja derivado de la pronunciada pendiente de la curva de rendimientos.

## 2.2 INVERSIÓN FINANCIERA DE LOS SECTORES NO FINANCIEROS E INVERSORES INSTITUCIONALES

*La tasa de crecimiento interanual de la inversión financiera total de los sectores no financieros se mantuvo sin cambios durante el primer trimestre de 2010. Esta evolución encubre la menor inversión del sector de las Administraciones Públicas, que se vio básicamente compensada por la mayor inversión realizada por las sociedades no financieras y, en menor grado, por los hogares. Los flujos de entrada interanuales en participaciones en fondos de inversión disminuyeron ligeramente durante el segundo trimestre de 2010, en un contexto de tensiones en el mercado de deuda soberana de la zona del euro. La tasa de crecimiento interanual de la inversión financiera de las empresas de seguros y los fondos de pensiones continuó aumentando en el primer trimestre de 2010, como consecuencia del incremento de la inversión de los sectores tenedores de dinero en reservas técnicas de seguro.*

### SECTORES NO FINANCIEROS

En el primer trimestre de 2010 (el más reciente para el que se dispone de datos), la tasa de crecimiento interanual de la inversión financiera total de los sectores no financieros se mantuvo sin cambios, en el 2,3%, permaneciendo así en su nivel más bajo desde el comienzo de la tercera fase de la UEM (véase cuadro 2). Las contribuciones de la inversión en depósitos, acciones y otras participaciones, y valores distintos de acciones se redujeron con respecto al trimestre precedente, aunque en cierto grado se vieron compensadas por una mayor aportación de la inversión en productos de seguro.

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

	Saldo vivo, en porcentaje de los activos financieros <sup>1)</sup>	Tasas de crecimiento interanual									
		2007 IV	2008 I	2008 II	2008 III	2008 IV	2009 I	2009 II	2009 III	2009 IV	2010 I
<b>Inversión financiera</b>	<b>100</b>	<b>5,3</b>	<b>4,9</b>	<b>4,1</b>	<b>3,8</b>	<b>4,1</b>	<b>3,7</b>	<b>3,7</b>	<b>3,4</b>	<b>2,3</b>	<b>2,3</b>
Efectivo y depósitos	23	6,5	6,5	5,5	5,7	6,9	7,3	6,9	6,0	3,7	2,2
Valores distintos de acciones, excluidos derivados financieros	6	6,6	4,5	1,9	2,9	4,5	3,8	2,5	0,2	-3,7	-4,2
De los cuales: A corto plazo	1	23,9	21,5	13,3	-0,4	8,9	-13,0	-19,6	22,2	-31,2	-27,3
De los cuales: A largo plazo	5	4,3	1,8	0,1	3,4	3,8	6,7	6,1	3,8	0,8	-0,9
Acciones y otras participaciones, excluidas participaciones en fondos de inversión	29	3,9	3,8	3,5	3,2	3,8	4,4	4,7	4,5	2,7	2,4
De las cuales: Acciones cotizadas	6	3,4	3,6	4,4	4,3	3,2	4,3	4,3	6,0	7,1	8,2
De las cuales: Acciones no cotizadas y otras participaciones	23	4,1	3,9	3,1	2,7	4,0	4,4	4,9	4,1	1,7	1,1
Participaciones en fondos de inversión	5	-2,9	-4,6	-5,4	-5,7	-6,5	-5,5	-4,7	-2,4	1,1	0,2
Reservas técnicas de seguro	15	4,7	4,2	3,7	3,4	2,7	2,8	3,3	3,9	4,9	5,5
Otros <sup>2)</sup>	21	9,5	8,6	8,0	6,7	5,7	2,0	1,6	1,1	0,5	2,7
<b>M3<sup>3)</sup></b>		<b>11,6</b>	<b>10,1</b>	<b>9,7</b>	<b>8,7</b>	<b>7,6</b>	<b>5,2</b>	<b>3,6</b>	<b>1,8</b>	<b>-0,3</b>	<b>-0,1</b>

Fuente: BCE.

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

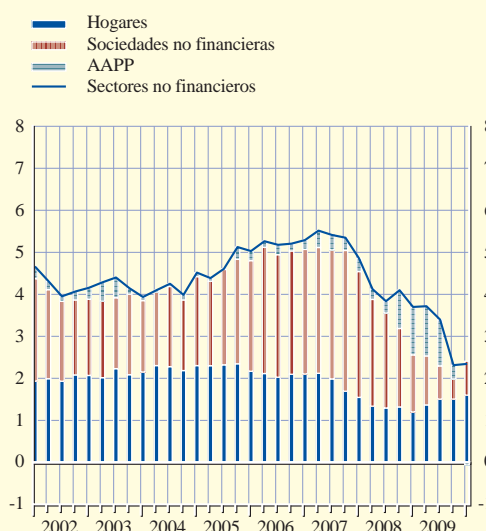
2) Otros activos financieros comprende préstamos y otras cuentas pendientes de cobro, que a su vez incluye el crédito comercial concedido por las sociedades no financieras.

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

Por lo que respecta al detalle por sectores, la estabilidad del ritmo de crecimiento de la inversión financiera total durante el primer trimestre de 2010 encubre una notable reducción adicional de la aportación de las Administraciones Públicas, que incluso se tornó negativa por vez primera desde el tercer trimestre de 2001 (véase gráfico 13). Esta contracción debe contemplarse en el contexto del anterior proceso de fuerte acumulación de activos financieros por parte de las Administraciones Públicas. Este descenso de los activos financieros obedeció a la venta de valores distintos de acciones y a las menores tenencias de depósitos y de efectivo. La contribución del sector de sociedades no financieras creció con fuerza conforme las empresas acumulaban depósitos e invertían en acciones y otras participaciones. Por su parte, la aportación de los hogares sólo experimentó un ligero aumento. Para obtener información más detallada sobre la evolución de la inversión no financiera del sector privado, véanse las secciones 2.6 y 2.7.

**Gráfico 13 Inversión financiera de los sectores no financieros**

(tasas de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales)



Fuente: BCE.

### INVERSORES INSTITUCIONALES

Las nuevas estadísticas armonizadas de la zona del euro sobre fondos de inversión indican que los flujos de entrada en participaciones en fondos de inversión (excluidos los fondos del mercado monetario) se redujeron hasta un total de 449 mm de euros en el periodo comprendido entre el tercer trimestre de 2009 y el segundo trimestre de 2010 (tras haber contabilizado 519 mm de euros durante los cuatro trimestres precedentes), lo que supone una tasa de crecimiento interanual del 10,5%<sup>1</sup>. Estos cuantiosos flujos deberían contemplarse en el contexto de las favorables condiciones existentes por lo general en los mercados financieros a finales de 2009 y en el primer trimestre de 2010, así como de la pronunciada pendiente de la curva de rendimientos, que alentaron mayores desplazamientos desde activos monetarios más líquidos y seguros hacia activos a más largo plazo y presumiblemente de mayor riesgo. El descenso de los flujos interanuales en el segundo trimestre de 2010 podría, por una parte, estar relacionado con el gradual debilitamiento del efecto estimulante de la curva de rendimientos y, por otra, reflejar un efecto atenuante derivado de la crisis de la deuda soberana de la zona del euro.

El desglose por política de inversión muestra que el descenso de los flujos de entrada interanuales en participaciones en fondos de inversión durante el segundo trimestre de 2010 refleja menores entradas interanuales en fondos de renta fija y en fondos de renta variable (véase gráfico 14). Los flujos de entrada interanuales en fondos mixtos crecieron con fuerza, mientras que los desplazamientos hacia otros fondos permanecieron básicamente estables, en comparación con el trimestre anterior. Sin embargo, pese a su reciente descenso, los flujos de entrada interanuales en fondos de renta fija y de renta variable continuaron siendo mayores que las entradas en fondos mixtos y en otros fondos. Los fondos del mercado monetario registraron cuantiosos flujos de salida en términos interanuales durante el segundo trimestre de 2010, reflejando la acusada pendiente de la curva de rendimientos en la zona del euro y, con

<sup>1</sup> Las entradas incluyen también una compra significativa de participaciones en fondos de inversión por parte de fondos de pensiones holandeses, por un importe total de más de 97 mm de euros en julio de 2009.

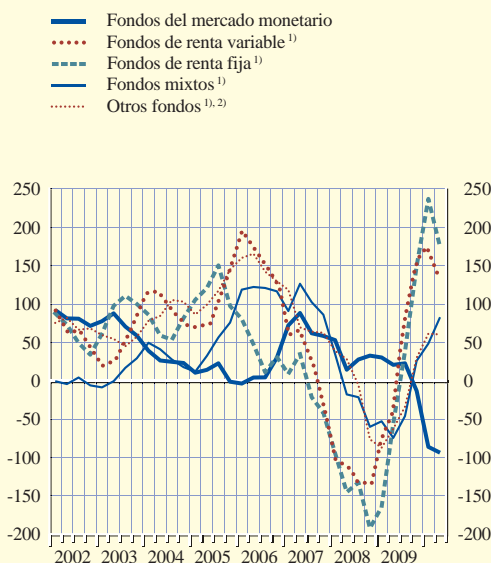
carácter más general, el elevado coste de oportunidad de mantener estos instrumentos, dado el reducido nivel de los tipos de interés a corto plazo que constituyen la referencia de estos fondos.

La evolución intertrimestral pone de manifiesto el notable impacto sobre la colocación de fondos de inversión ocasionado por las tensiones financieras originadas en el mercado de deuda soberana de la zona del euro. Los flujos de entrada en participaciones en fondos de inversión (excluidos los fondos del mercado monetario) ascendieron a un total de 23 mm de euros en el segundo trimestre de 2010 (con arreglo a datos sin desestacionalizar), tras los 133 mm de euros contabilizados durante el trimestre anterior. Esta caída obedeció básicamente a unos flujos de entrada sustancialmente más reducidos en los fondos de renta fija, mientras que los fondos de renta variable registraron salidas netas por vez primera desde el cuarto trimestre de 2008. Los fondos mixtos registraron mayores flujos de entrada que en el trimestre precedente, posiblemente como reflejo de la incertidumbre general en torno a la política de inversiones financieras. La tasa de variación interanual del valor total de los activos de los fondos de inversión respondió aproximadamente en partes iguales a una mayor inversión y a un efecto de valoración positivo.

La tasa de crecimiento interanual de la inversión financiera total realizada por las empresas de seguros y los fondos de pensiones volvió a aumentar hasta el 5% en el primer trimestre de 2010, desde el 4% registrado en el trimestre anterior (véase gráfico 15). Este incremento reflejó básicamente las crecientes aportaciones de la inversión en valores distintos de acciones y en participaciones en fondos de inver-

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

(mm de euros)



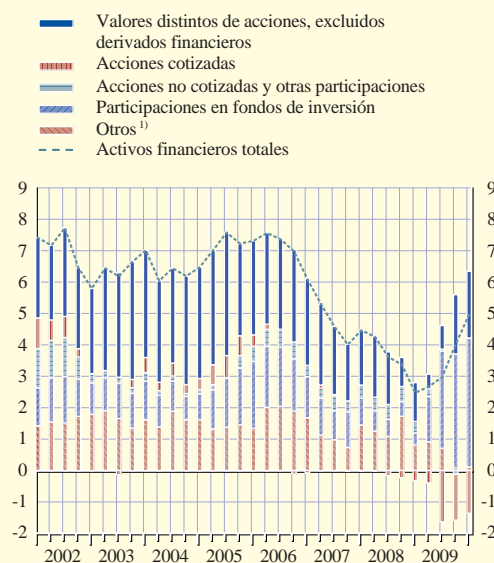
Fuentes: BCE y EFAMA.

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

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

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

(tasas de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales)



Fuente: BCE.

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



sión. La atípica fortaleza de la contribución de las participaciones en fondos de inversión refleja, en parte, el carácter excepcional de las elevadas compras de estos instrumentos realizadas por fondos de pensiones holandeses en junio y julio de 2009. Por su parte, la contribución de la inversión en acciones cotizadas se tornó ligeramente menos negativa.

El renovado dinamismo de la inversión financiera total de las empresas de seguros y los fondos de pensiones reflejó el continuo aumento de la inversión del sector tenedor de dinero en reservas técnicas de seguro que resulta visible en el pasivo del balance de estas empresas y fondos. A este respecto, conviene señalar que los flujos de entrada trimestrales en las reservas técnicas de seguro durante el primer trimestre de 2010 volvieron a aumentar, constituyendo la principal aportación al crecimiento del volumen total de activos financieros. Es probable que esta evolución haya sido reflejo de la vigente propensión de los hogares a desplazar activos desde plazos más cortos hasta vencimientos más largos en busca de rentabilidad.

### 2.3 TIPOS DE INTERÉS DEL MERCADO MONETARIO

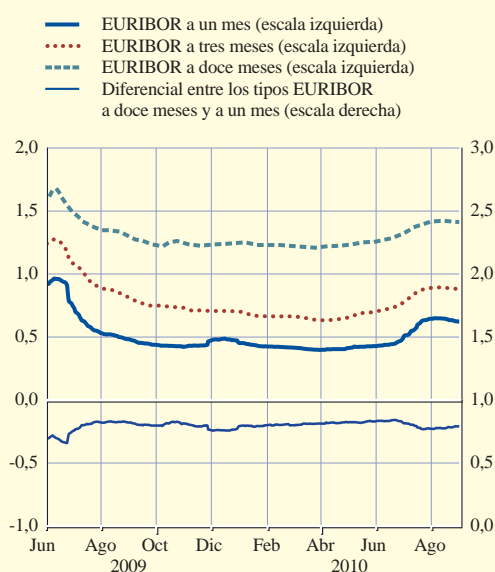
*Los tipos de interés del mercado monetario descendieron ligeramente en el período comprendido entre junio y septiembre de 2010, con un grado de volatilidad que permaneció elevado, especialmente en el segmento de mercado con garantías. Los diferenciales entre los tipos sin garantías y con garantías también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

A pesar de la pronunciada caída de los tipos *swap* del EONIA, los tipos de interés de los depósitos sin garantías han aumentado en todos los plazos de vencimiento durante los tres últimos meses. El 1 de septiembre de 2010, los tipos EURIBOR a un mes, a tres meses, a seis meses y a doce meses se situaban en el 0,62%, el 0,89%, el 1,13% y el 1,41%, respectivamente, esto es, 18, 17, 13 y 14 puntos básicos por encima de los niveles observados el 9 de junio de 2010. En total, el diferencial entre el EURIBOR a doce meses y a un mes, un indicador de la pendiente de la curva de rendimientos del mercado monetario, registró un descenso de 4 puntos básicos en ese período, situándose en 80 puntos básicos el 1 de septiembre (véase gráfico 16).

En los tres últimos meses, la evolución de los tipos de interés del mercado monetario con garantías ha sido volátil, como fue el caso del EUREPO o de los tipos derivados de los *swaps* del EONIA. Las expectativas sobre los futuros tipos del EONIA, que habían

**Gráfico 16 Tipos de interés del mercado monetario**

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



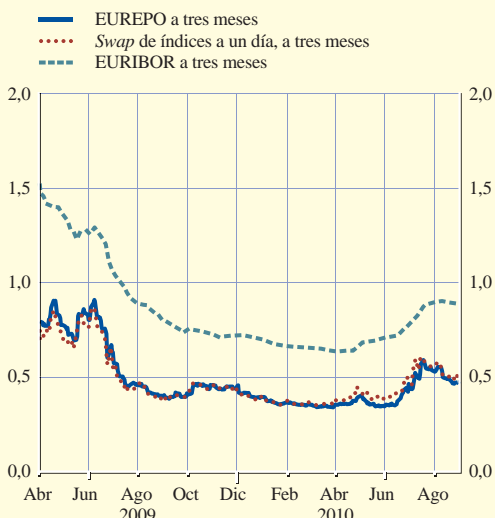
Fuentes: BCE y Reuters.

venido disminuyendo paulatinamente desde noviembre de 2008, han estado fluctuando dentro de un intervalo relativamente estrecho a partir de comienzos de mayo. Si se consideran los tres últimos meses, los tipos *swap* del EONIA aumentaron por lo general hasta finales de julio de 2010, para luego reducirse significativamente en el transcurso de agosto y a principios de septiembre, alcanzando unos niveles relativamente reducidos, que aún así se situaban por encima de los existentes durante el primer trimestre de 2010. En el segmento a tres meses, el tipo *swap* del EONIA se situó en 49 puntos básicos el 1 de septiembre, alrededor de 9 puntos básicos por encima del nivel registrado el 9 de junio. En consecuencia, el diferencial entre este tipo de interés y el correspondiente EURIBOR sin garantías se amplió desde los 31 puntos básicos del 9 de junio de 2010 hasta los 39 puntos básicos del 1 de septiembre. En general, este diferencial, pese a su estrechamiento en julio de 2010, sigue siendo relativamente amplio en comparación con los niveles existentes en el primer trimestre del año (véase gráfico 17). La evolución observada hacia el final del período de referencia reflejó, en parte, las recientes tensiones relacionadas con los renovados temores de los participantes en los mercados financieros en torno a la sostenibilidad de las finanzas públicas en algunos países de la zona del euro, pese a la persistencia de unas condiciones de abundante liquidez.

El 1 de septiembre, los tipos de interés implícitos en los precios de los futuros del EURIBOR a tres meses con vencimiento en septiembre y diciembre de 2010 y en marzo de 2011 se situaron en el 0,88%, el 0,92% y el 0,97%, respectivamente, lo que representa un descenso de unos 11, 19 y 20 puntos básicos en comparación con los niveles observados el 9 de junio (véase gráfico 18). Las volatilidades implícitas obtenidas de las opciones sobre futuros del EURIBOR a tres meses con plazo de vencimiento constante a tres, seis, nueve y doce meses han seguido disminuyendo en los tres últimos meses, especialmente en los plazos más cortos, continuando una tendencia a la baja que comenzó en octubre de 2009 (véase gráfico 19). Sin embargo, las volatilidades implícitas de los tipos de interés del mercado monetario a plazos más largos han aumentado durante los tres últimos meses.

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

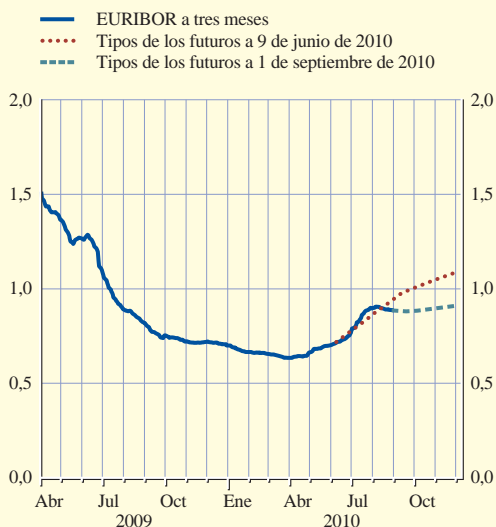
(en porcentaje; datos diarios)



Fuentes: BCE, Bloomberg y Reuters.

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

(en porcentaje; datos diarios)



Fuente: Reuters.

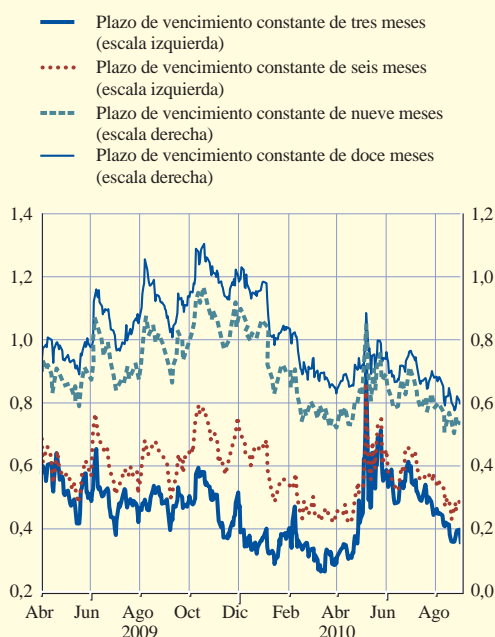
Nota: Futuros a tres meses para entrega al final del trimestre en curso y de los tres siguientes, según cotizaciones de Liffe.

Si se considera el vencimiento a un día, el EONIA permaneció, en promedio, alrededor de 40 puntos básicos por encima del tipo de la facilidad de depósito durante los tres últimos meses, con repuntes excepcionales relacionados con las operaciones de absorción de liquidez realizadas en los últimos días de cada período de mantenimiento, es decir, a un nivel por encima del observado a partir de julio de 2009. El 1 de septiembre, el EONIA se situó en el 0,37% (véase gráfico 20). La liquidez en la zona del euro continuó siendo relativamente abundante y fue absorbida a través del recurso diario a la facilidad de depósito.

El BCE ha seguido prestando apoyo a los mercados monetarios realizando algunas operaciones para inyectar liquidez con vencimiento a una semana, un período de mantenimiento, tres meses y seis meses. Las operaciones de inyección de liquidez del Eurosistema se llevaron a cabo aplicando procedimientos de subasta a tipo de interés fijo con adjudicación plena. El BCE llevó a cabo operaciones semanales de absorción de liquidez a una semana aplicando un procedimiento de subasta a tipo de interés variable con un tipo máximo de puja del 1%. Con estas operaciones de absorción de liquidez, el BCE adjudicó un volumen que se corresponde con el importe de las adquisiciones efectuadas en el marco del Programa para los Mercados de Valores, que a 1 de septiembre ascendía a 61 mm de euros.

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

(en porcentaje; datos diarios)

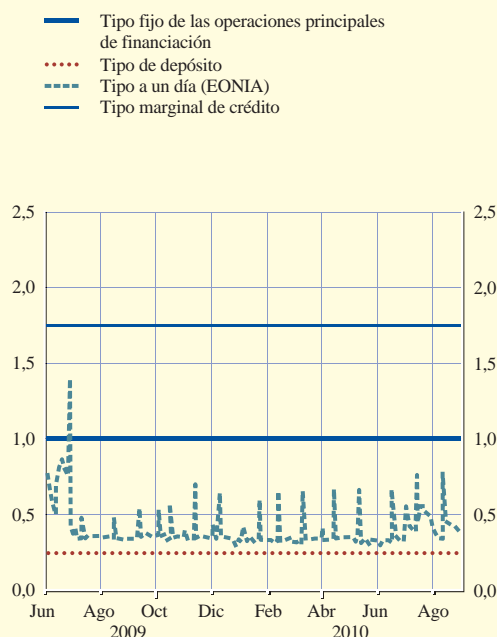


Fuentes: Reuters y cálculos del BCE.

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

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

(en porcentaje; datos diarios)



Fuentes: BCE y Reuters.

### Recuadro 3

#### SITUACIÓN DE LIQUIDEZ Y OPERACIONES DE POLÍTICA MONETARIA EN EL PERÍODO COMPRENDIDO ENTRE EL 12 DE MAYO Y EL 10 DE AGOSTO DE 2010

En este recuadro se describe la gestión de la liquidez realizada por el BCE durante los tres períodos de mantenimiento de reservas que finalizaron el 15 de junio, el 13 de julio y el 10 de agosto de 2010. Durante estos períodos, el Consejo de Gobierno respondió al repentino recrudecimiento de las tensiones en los mercados financieros que se produjo a principios de mayo de 2010 reactivando algunas de las medidas no convencionales de política monetaria que se habían retirado poco antes. También empezó a poner en práctica el Programa para los Mercados de Valores (SMP, en sus siglas en inglés), como se anunció el 10 de mayo. En las operaciones regulares de financiación a plazo más largo (OFPML) a tres meses adjudicadas el 26 de mayo y el 30 de junio volvieron a aplicarse procedimientos de subasta a tipo de interés fijo con adjudicación plena, en lugar de procedimientos de subasta a tipo variable. Además, se reactivó el acuerdo de divisas de carácter temporal (líneas *swap*) con la Reserva Federal, en coordinación con otros bancos centrales, y se reanudaron las operaciones de inyección de liquidez en dólares estadounidenses a 7 y a 84 días (durante los períodos considerados solo se realizó una operación a 84 días). El 10 de junio de 2010, el Consejo de Gobierno anunció que aplicaría de un procedimiento de subasta a tipo de interés fijo con adjudicación plena en las OFPML con fecha de adjudicación el 28 de julio, el 25 de agosto y el 29 de septiembre de 2010. Una medida no convencional de política monetaria que finalizó durante el período de referencia fue el programa de adquisiciones de bonos garantizados (CBPP, en sus siglas en inglés). El programa concluyó el 30 de junio de 2010, habiéndose adquirido bonos garantizados en los mercados primarios y secundarios por el importe nominal previsto de 60 mm de euros de durante los doce meses de duración del programa. Los bancos centrales del Eurosistema tienen previsto mantener los bonos garantizados adquiridos hasta su vencimiento. La primera y más importante de las tres OFPML a doce meses realizada en 2009 venció durante el período analizado, lo que redujo la utilización de la facilidad de depósito.

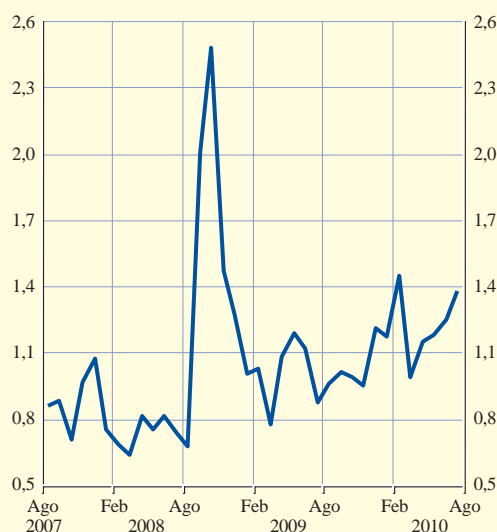
#### Necesidades de liquidez del sistema bancario

En los tres períodos de mantenimiento considerados, las necesidades diarias agregadas de liquidez del sistema bancario —definidas como la suma de los factores autónomos, las exigencias de reservas y el exceso de reservas (es decir, los saldos en cuenta corriente por encima de las exigencias de reservas)— ascendieron, en promedio, a 584 mm de euros, lo que representa un aumento de 20,7 mm de euros con respecto a la media de los tres períodos de mantenimiento anteriores.

Esto se debió a que, en promedio, los factores autónomos experimentaron un aumento de 16,8 mm de euros, situándose en 369,9 mm de euros. Además, las exigencias medias de reservas se incrementaron, en promedio, 1,5 mm de euros, y se si-

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

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



Fuente: BCE.

tuaron en 212,7 mm de euros. El exceso de reservas diario se situó, en promedio, en 1,3 mm de euros, lo que representa un aumento de 0,2 mm de euros con respecto al nivel registrado durante los tres períodos de mantenimiento anteriores (véase gráfico A).

## Oferta de liquidez

El volumen de operaciones de financiación vivas ascendió, en promedio, a 724 mm de euros<sup>1</sup> en los tres períodos de mantenimiento considerados, lo que supone un aumento con respecto a los 721 mm de euros registrados, en promedio, en los tres períodos de mantenimiento precedentes. Además, el 10 de agosto de 2010, se adquirieron activos por un importe total de 121 mm de euros en el contexto del programa de adquisiciones de bonos garantizados y del Programa para los Mercados de Valores.

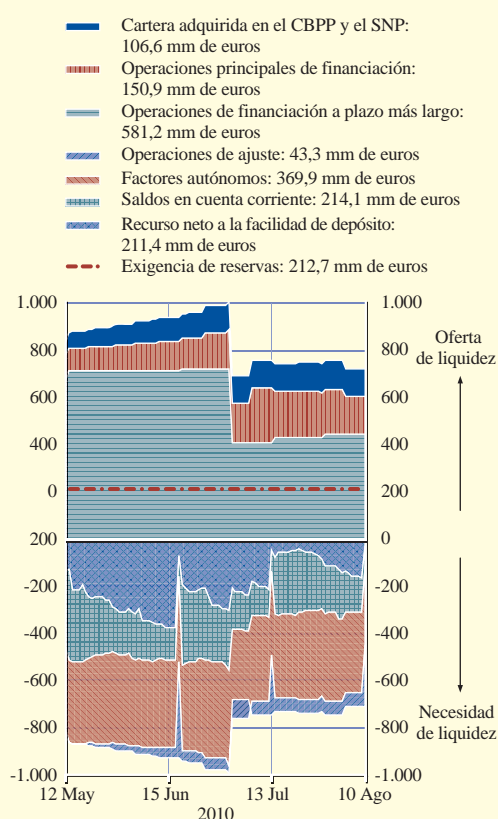
El volumen de las operaciones principales de financiación a una semana se situó, en promedio, en 150,9 mm de euros, en comparación con un volumen medio de 78,2 mm de euros en los tres períodos de mantenimiento anteriores. El volumen de las operaciones de financiación especiales con plazo de un período de mantenimiento ascendió, en promedio, a 32,8 mm de euros, lo que representa un aumento con respecto a los 9,3 mm de euros de los tres períodos de mantenimiento anteriores. El 30 de junio de 2010 venció la primera OFPML a doce meses por importe de 442,2 mm de euros. Del importe que vencía, 111 mm de euros se refinanciaron mediante una operación puente a seis días y 130 mm de euros mediante una OFPML a tres meses. En consecuencia, el volumen total de las OFPML vivas a tres meses y a seis meses se incrementó hasta situarse en 220,8 mm de euros el 10 de agosto de 2010, en comparación con 37,5 mm de euros el 11 de mayo de 2010.

En el período comprendido entre el 12 de mayo y el 10 de agosto de 2010, la liquidez absorbida mediante operaciones de ajuste con vencimiento a un día realizadas el último día de cada período de mantenimiento se situó, en promedio, en 255,4 mm de euros, frente a un promedio de 302,2 mm de euros en los períodos de mantenimiento anteriores (véase gráfico B).

La liquidez inyectada a través del Programa para los Mercados de Valores fue absorbida mediante la captación semanal de depósitos a plazo fijo. La primera de estas operaciones se llevó a cabo el 18 de mayo de 2010 por un importe de 16,5 mm de euros, que se incrementó hasta situarse en unos 60 mm de euros el 10

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

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



Fuente: BCE

<sup>1</sup> Sin tener en cuenta las operaciones semanales de esterilización realizadas en el marco del Programa para los Mercados de Valores que, en promedio, ascendieron a 42 mm de euros.

de agosto de 2010. Desde entonces, los importes de las operaciones de absorción de liquidez han aumentado solo ligeramente, reflejando el descenso de las intervenciones realizadas en el marco del Programa.

### Uso de las facilidades permanentes

Como resultado de la considerable contracción de la oferta de liquidez después del vencimiento de la primera OFPML a doce meses<sup>2</sup>, el recurso neto a la facilidad de depósito<sup>3</sup> se redujo hasta un promedio diario<sup>4</sup> de 96,6 mm de euros en el período de mantenimiento que finalizó el 10 de agosto de 2010, frente a 288,4 mm de euros en el período de mantenimiento que concluyó el 15 de junio de 2010.

### Tipos de interés

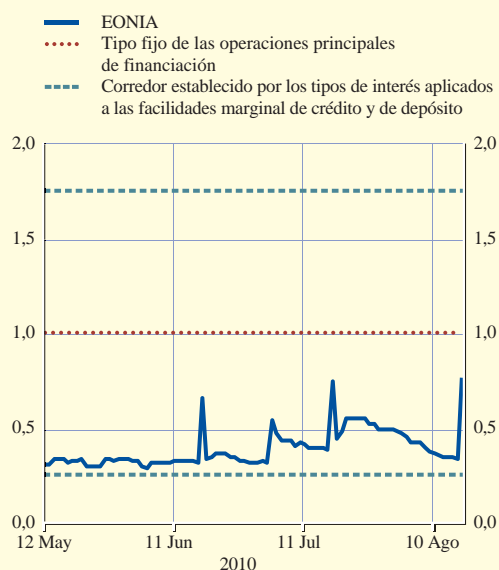
Los tipos de interés oficiales del BCE no han experimentado variaciones desde el 13 de mayo de 2009, situándose el tipo de interés de las operaciones principales de financiación en el 1%, el de la facilidad marginal de crédito en el 1,75% y el de la facilidad de depósito en el 0,25%.

Como resultado de la holgada situación de liquidez en la zona del euro, el EONIA siguió manteniéndose próximo al tipo de interés de la facilidad de depósito hasta el vencimiento de la primera OFPML a doce meses, situándose, en promedio, en el 0,343% (véase gráfico C), ligeramente por debajo del promedio del 0,348% observado en los tres períodos de mantenimiento anteriores. A partir del 30 de junio de 2010, el EONIA experimentó un repunte situándose, en promedio, en el 0,467%, entre el 1 de julio y el 10 de agosto de 2010. El último día de los tres períodos de mantenimiento considerados, el EONIA se situó, en promedio, en el 0,728%, alrededor de 38 puntos básicos por encima del nivel medio observado el día anterior. Esto se explica por la absorción de liquidez mediante operaciones de ajuste realizadas esos días.

Además, el diferencial medio entre el EURIBOR a tres meses y el tipo *swap* a tres meses del EONIA —que indica el nivel de riesgo de crédito y de liquidez en el mercado monetario sin garantías— aumentó ligeramente durante el período considerado, hasta situarse en 38 puntos básicos, en comparación con una media de 27 puntos básicos registrada en los tres períodos de mantenimiento anteriores, como consecuencia del recrudecimiento de las tensiones en los mercados financieros.

Gráfico C El EONIA y los tipos de interés del BCE

(tipos de interés diarios, en porcentaje)



Fuente: BCE.

2 El importe total de las operaciones de financiación vivas se situó, en promedio, en 604 mm de euros entre el 1 de julio y el 10 de agosto, en comparación con 822 mm de euros entre el 12 de mayo y el 30 de junio de 2010.

3 El recurso neto a la facilidad de depósito es igual a la diferencia entre el recurso a la facilidad de depósito y el recurso a la facilidad marginal de crédito.

4 El recurso neto medio a la facilidad de depósito incluye los fines de semana.



## 2.4 MERCADOS DE RENTA FIJA

En los tres últimos meses, la evolución de los mercados de renta fija estuvo determinada por la renovada inquietud de los mercados respecto a las perspectivas económicas a corto plazo, a escala mundial y especialmente para Estados Unidos. En este contexto, el clima de los mercados empeoró y el repunte de la aversión al riesgo hacia finales del período considerado impulsó importantes desplazamientos de fondos hacia activos más seguros. En consecuencia, el rendimiento de la deuda pública a largo plazo con calificación crediticia AAA disminuyó notablemente tanto en la zona del euro como en Estados Unidos. Las tasas de inflación implícitas a largo plazo de la zona del euro descendieron también de forma significativa durante el citado período. Los diferenciales de rendimiento de la deuda soberana dentro de la zona del euro, en particular en el caso de países de la zona con una situación presupuestaria deteriorada, se ampliaron durante el verano. Por el contrario, los diferenciales de renta fija privada experimentaron escasas variaciones con respecto a sus niveles de principios de junio.

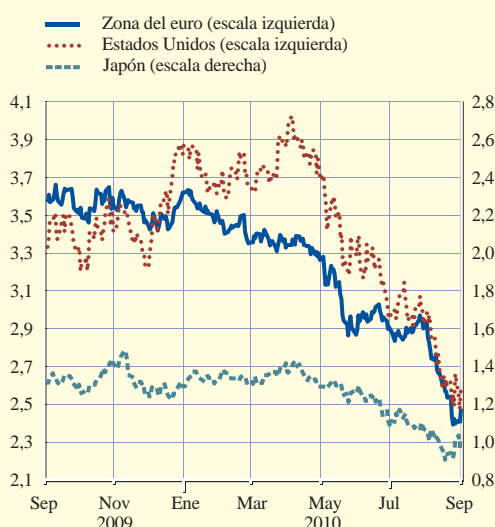
Entre comienzos de junio y el 1 de septiembre de 2010, importantes desplazamientos de fondos hacia activos más seguros provocaron una caída de 45 puntos básicos del rendimiento de la deuda pública a diez años con calificación crediticia AAA de la zona del euro, que se situó al final del período en torno al 2,5%, es decir, en niveles próximos a sus mínimos históricos (véase gráfico 21). Durante el período analizado, en Estados Unidos, el rendimiento de los bonos del Tesoro a diez años experimentó un descenso similar, de unos 40 puntos básicos, situándose en el 2,6%, y el rendimiento de los bonos estadounidenses a largo plazo alcanzó sus niveles más bajos desde la primavera de 2009. En consecuencia, el diferencial de tipos de interés nominales a diez años entre la deuda pública de Estados Unidos y la de la zona del euro se estrechó, hasta situarse en torno a 10 puntos básicos a principios de septiembre.

La incertidumbre de los participantes en el mercado en torno a la evolución a corto plazo del rendimiento de la deuda pública a largo plazo en los principales mercados, medida por la volatilidad implícita de los mercados de renta fija, se redujo durante la mayor parte de junio y julio, pero repuntó ligeramente en agosto ante la creciente inquietud de los mercados respecto a las perspectivas económicas, aunque manteniéndose muy por debajo de los máximos alcanzados en mayo de 2010.

En el mercado estadounidense de bonos, el período examinado se caracterizó por una creciente preocupación acerca de la sostenibilidad de la recuperación de la actividad económica. La publicación de datos macroeconómicos relativos a Estados Unidos (confirmando especialmente la desaceleración del crecimiento en el segundo trimestre de 2010 y la debilidad de los mercados de la vivienda y del trabajo) y a otras grandes economías afectó al clima de los mercados y provocó fuertes desplazamientos de fondos hacia los bonos estadounidenses a largo plazo. Los comunicados

**Gráfico 21 Rendimiento de la deuda pública a largo plazo**

(en porcentaje; datos diarios)



Fuentes: Bloomberg y Reuters.

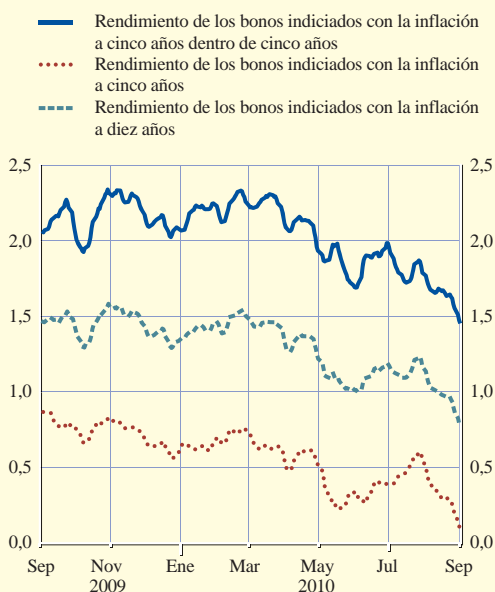
Nota: El rendimiento de la deuda pública a largo plazo se refiere a los bonos a diez años o con vencimiento más próximo a este plazo.

de la Reserva Federal, reiterando que los tipos de interés oficiales se mantendrían en niveles reducidos durante un largo período de tiempo y anunciando que la Reserva Federal reinvertiría los ingresos procedentes de sus anteriores adquisiciones de bonos en bonos del Tesoro ante la debilidad del entorno macroeconómico, pueden haber contribuido también a reducir el rendimiento de los bonos estadounidenses a largo plazo. De hecho, el rendimiento de estos bonos bajó en todos los plazos, aunque el descenso fue mayor en los plazos más largos, y la curva de rendimientos se aplanó de forma significativa.

La evolución del mercado de deuda pública de la zona del euro en el período considerado estuvo también determinada por oscilaciones en el clima de los mercados. La introducción del Mecanismo Europeo de Estabilización Financiera a comienzos de mayo contribuyó a atenuar ligeramente la inquietud de los mercados respecto al riesgo de crédito de la deuda soberana en la zona del euro. El Programa para los Mercados de Valores del BCE (véase el recuadro 3 del Boletín Mensual de junio de 2010), cuyo objetivo es garantizar la profundidad y liquidez de los segmentos de mercados de valores de renta fija que funcionan mal y restablecer un mecanismo adecuado de transmisión de la política monetaria, también contribuyó a calmar los temores respecto al riesgo de crédito soberano. En efecto, en junio y julio comenzó a observarse cierta reversión de los cuantiosos desplazamientos de fondos registrados en mayo. La tolerancia al riesgo pareció normalizarse también, tras la publicación de los resultados de las pruebas de resistencia de las entidades de crédito de la UE y de la correspondiente información sobre la exposición de estas entidades al riesgo de crédito de la deuda soberana. Sin embargo, posteriormente la preocupación de los mercados acerca de las perspectivas económicas mundiales resurgió, provocando nuevos desplazamientos de fondos hacia la mayor seguridad de la deuda pública de elevada calidad. En efecto, el rendimiento de la deuda pública a largo plazo con calificación crediticia AAA de la zona del euro alcanzó mínimos históricos, situándose por debajo del 2,5%, en agosto. Los diferenciales de rendimiento de la

**Gráfico 22 Rendimiento de los bonos de cupón cero indicados con la inflación en la zona del euro**

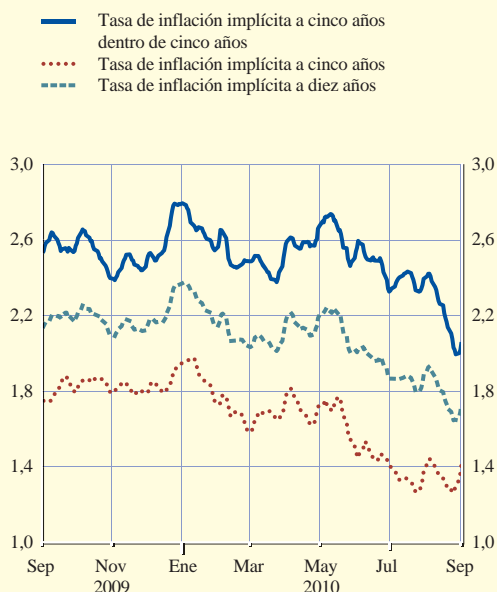
(en porcentaje; medias móviles de cinco días de datos diarios; datos desestacionalizados)



Fuentes: Reuters y cálculos del BCE.

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

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



Fuentes: Reuters y cálculos del BCE.

deuda soberana a diez años de los países de la zona del euro (frente a Alemania) se ampliaron considerablemente en los casos de Irlanda (cuya deuda soberana sufrió una nueva rebaja de su calificación crediticia en agosto), Grecia y Portugal.

Desde principios de junio de 2010, el rendimiento de los bonos a cinco y diez años indiciados con la inflación de la zona del euro disminuyó unos 20 puntos básicos, hasta situarse en torno al 0,1% y al 0,8%, respectivamente, el 1 de septiembre (véase gráfico 22). Pese al descenso del rendimiento real, las tasas de inflación implícitas a medio y largo plazo disminuyeron también de forma significativa, tras el pronunciado descenso del rendimiento nominal de los bonos observado en el mismo período (véase gráfico 23). En consecuencia, las tasas de inflación implícitas *forward* a cinco años dentro de cinco años de la zona del euro se han reducido en general unos 50 puntos básicos, situándose en el 2,1% el 1 de septiembre. Aunque los desplazamientos de fondos hacia la mayor seguridad de la deuda pública contribuyeron probablemente a rebajar las tasas de inflación implícitas, durante el período analizado los tipos *swap* a largo plazo indiciados con la inflación experimentaron un acusado descenso, hasta situarse alrededor del 2,1% el 1 de septiembre, tras alcanzar mínimos históricos inferiores al 2% a finales de agosto de 2010, lo que apunta a una preocupación bastante moderada de los inversores respecto a la inflación.

Entre finales de mayo y el 1 de septiembre de 2010, la curva de tipos *forward* implícitos a un día de la deuda pública de la zona del euro registró un desplazamiento a la baja en la mayor parte de los plazos, como reflejo, principalmente, del aumento de la preocupación de los inversores acerca de las perspectivas económicas mundiales observado en agosto (véase gráfico 24).

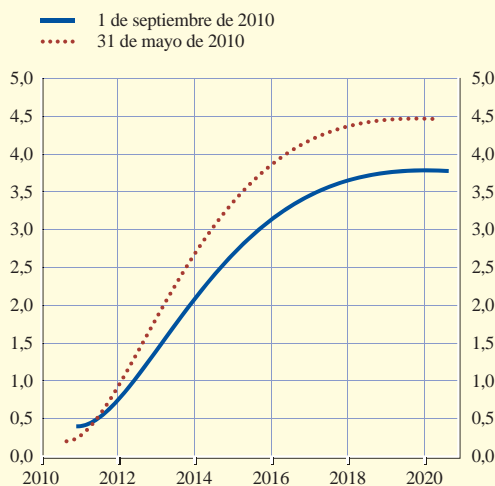
Pese a las mencionadas oscilaciones del clima de los mercados, los diferenciales de rendimiento entre la renta fija privada y la deuda pública se vieron mucho menos afectados por la renovada aversión al riesgo de los inversores y por la búsqueda de activos de mejor calidad en la última parte del período examinado, siendo así que el 1 de septiembre habían experimentado escasos cambios en relación con sus niveles de primeros de junio. El diferencial de renta fija privada con calificación BBB del sector financiero se mantuvo prácticamente sin variaciones en torno a 220 puntos básicos y el de la renta fija de alta calidad se estrechó incluso unos 80 puntos básicos.

## 2.5 MERCADOS DE RENTA VARIABLE

*Desde comienzos de junio, la evolución de los mercados internacionales de renta variable ha reflejado unas fluctuaciones recurrentes de la tolerancia al riesgo de los inversores. En el transcurso del mes de julio, el clima de los mercados pareció recuperarse. La publicación de los resultados de las pruebas de*

**Gráfico 24 Tipos de interés *forward* implícitos a un día, en la zona del euro**

(en porcentaje; datos diarios)



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

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

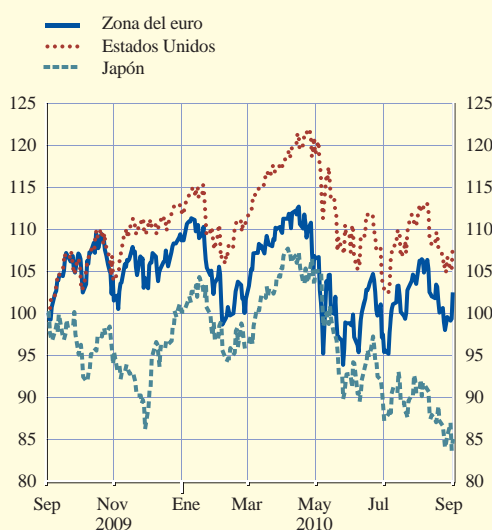
resistencia de las entidades de crédito de la UE y la revisión de las propuestas de regulación financiera impulsaron las ganancias sobre los valores financieros y propiciaron mejoras de los índices generales. Sin embargo, posteriormente la inquietud de los mercados respecto a las perspectivas económicas generó un repunte de la aversión al riesgo, de modo que los mercados de valores a ambos lados del Atlántico perdieron parte de las ganancias obtenidas al inicio del período considerado. La incertidumbre de los inversores acerca de la evolución de los mercados bursátiles, medida por la volatilidad implícita, fluctuó marcadamente en los meses de verano, aunque acabó situándose en niveles próximos a los registrados a principios de junio y por debajo de los máximos alcanzados durante las turbulencias de mayo.

Entre comienzos de junio y el 1 de septiembre de 2010, las cotizaciones bursátiles de la zona del euro, medidas por el índice Dow Jones EURO STOXX amplio, y las de Estados Unidos, medidas por el índice Standard & Poor's 500, ganaron en torno a un 4% y un 1%, respectivamente, aunque se observaron variaciones relativamente peronunciadas durante el período, como reflejo de las oscilaciones del clima de los mercados y de la aversión al riesgo (véase gráfico 25). Durante el mismo periodo, las cotizaciones bursátiles de Japón, medidas por el índice Nikkei 225 index, perdieron en torno a un 8%, como consecuencia de la publicación de datos desfavorables para la economía japonesa.

En línea con las fluctuaciones de la aversión al riesgo observadas durante el período analizado, la incertidumbre de los mercados de renta variable, medida por la volatilidad implícita, experimentó también variaciones significativas, aunque se situó a principios de septiembre en niveles próximos a los de

**Gráfico 25 Índices bursátiles**

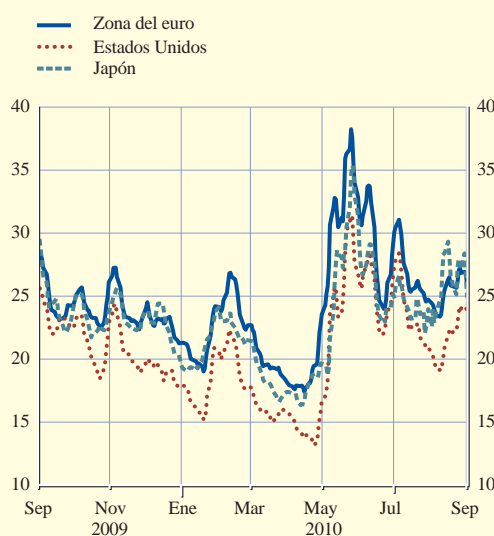
(índice: 1 de septiembre de 2009 = 100; datos diarios)



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

**Gráfico 26 Volatilidad implícita de los mercados de renta variable**

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



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

primeros de junio (véase gráfico 26). La evolución general de la volatilidad de los mercados de renta variable durante el período examinado puede dividirse en dos subperíodos. La incertidumbre de estos mercados disminuyó gradualmente en junio y julio con respecto a los máximos alcanzados en mayo y volvió a aumentar a partir de comienzos de agosto, ante la creciente preocupación de los mercados acerca de las perspectivas económicas, especialmente para la economía estadounidense.

Mientras tanto, persistió la volatilidad de los mercados bursátiles de Estados Unidos en el período considerado. En junio y julio, los mercados de valores, en general, y los del sector financiero, en particular, se beneficiaron de la mayor tolerancia al riesgo observada en los mercados internacionales, como consecuencia de la moderación de la crisis de la deuda soberana griega en mayo, de la publicación de las pruebas de resistencia de las entidades de crédito de la UE y de la revisión de las propuestas de regulación financiera a ambos lados del Atlántico (para más detalles sobre las pruebas de resistencia de las entidades de crédito, véase el recuadro titulado «Valoración del déficit de recursos propios que ha puesto de manifiesto la prueba de resistencia realizada a nivel de toda la UE», en el Boletín Mensual de agosto de 2010). Sin embargo, unas noticias desalentadoras sobre el crecimiento de la economía estadounidense y la debilidad de los mercados de la vivienda y del trabajo en la segunda parte del período analizado afectaron al clima de los mercados y, ante la creciente aversión al riesgo observada en agosto, se produjo una reversión de la mayor parte de las ganancias obtenidas en junio y julio.

En junio y julio de 2010, las cotizaciones bursátiles de la zona del euro se recuperaron también de la presión vendedora de mayo, aunque mostraron cierta volatilidad durante el período. En particular, los valores del sector financiero repuntaron fuertemente tras la pronunciada corrección del segundo trimestre de 2010 y, con aumentos de dos dígitos, superaron con creces los valores de los demás sectores, y del mercado en general, en julio (véase cuadro 3). Sin embargo, posteriormente, pese a la publicación de algunos datos macroeconómicos y de indicadores de confianza favorables en la zona del euro, los mercados de valores de la zona volvieron a niveles próximos a los de principios de junio, al verse afectados por la renovada preocupación respecto a la situación de la deuda soberana de algunos países de la zona del euro y por el clima negativo de los mercados acerca de las perspectivas económicas a corto plazo a escala mundial y especialmente para Estados Unidos.

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

(porcentaje de los precios a fin de período)

	EURO STOXX	Materias primas	Servicios de consumo	Bienes de consumo	Petróleo y gas	Financiero	Sanidad	Industrial	Tecnología	Tele- comuni- caciones	Agua, gas, electric.
<b>Participación del sector en la capitalización bursátil (datos a fin de período)</b>	100,0	9,0	7,0	14,1	7,2	25,0	4,0	13,1	4,3	7,6	8,8
<b>Variación de los precios (datos a fin de período)</b>											
II 2009	16,4	19,8	3,3	17,7	9,7	34,2	3,9	18,0	15,8	0,0	9,0
III 2009	20,7	21,8	14,9	15,8	7,3	32,4	14,2	26,4	13,6	14,7	14,9
IV 2009	2,1	15,3	3,3	9,0	6,8	-5,5	7,7	3,8	-3,9	2,0	0,3
I 2010	0,8	1,6	6,8	3,5	-1,7	-2,6	4,0	4,1	16,0	-4,5	-3,3
II 2010	-11,1	-8,3	-7,2	3,1	-13,4	-17,6	-7,5	-7,1	-17,3	-12,1	-18,3
Julio 2010	6,2	2,5	5,7	1,4	4,6	14,5	6,6	4,0	1,5	9,8	6,2
Agosto 2010	-4,0	-2,4	-1,5	-2,9	-2,8	-7,9	1,2	-5,4	-6,6	1,8	-2,6
31 may 2010 - 1 sep 2010	3,7	4,2	6,0	4,2	2,7	8,8	-3,1	0,2	-7,3	11,5	-2,8

Fuentes: Thomson Financial Datastream y cálculos del BCE.

Sin embargo, el clima negativo en torno a las perspectivas económicas no se reflejó en las expectativas de los analistas respecto a las empresas incluidas en los principales índices a ambos lados del Atlántico (véase gráfico 27). Aunque fueron moderándose ligeramente desde el mes de mayo, las expectativas de beneficios en los próximos doce meses se mantuvieron por encima del 20% para las empresas de Estados Unidos y de la zona del euro. Además, en los tres últimos meses las expectativas de beneficios a más largo plazo permanecieron en cifras de dos dígitos, muy próximas a los niveles más altos registrados desde 2005.

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

*El coste real de la financiación de las sociedades no financieras de la zona del euro aumentó de forma significativa en el segundo trimestre de 2010, una evolución impulsada fundamentalmente por el coste de emisión de acciones cotizadas, que se incrementó hasta alcanzar máximos históricos. En julio, el descenso del coste de la financiación en los mercados supuso una interrupción de los incrementos del coste total de la financiación observados durante cinco meses consecutivos. En cuanto a los flujos de financiación, la persistente caída del crecimiento interanual de los préstamos concedidos a las sociedades no financieras disminuyó en el segundo trimestre, pero todavía no se ha materializado un punto de inflexión claro en la evolución de la financiación bancaria. El recurso a la financiación en los mercados cubrió la mayor parte de las necesidades de financiación externa de las empresas de la zona del euro durante el período analizado. Aunque la emisión de valores distintos de acciones por parte de las sociedades no financieras continuó siendo intensa, mostró señales de desaceleración en el segundo trimestre.*

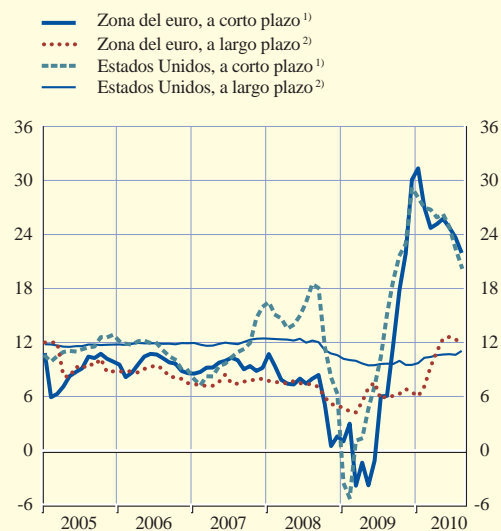
### CONDICIONES DE FINANCIACIÓN

El coste real de la financiación externa de las sociedades no financieras de la zona del euro —calculado ponderando el coste de las distintas fuentes de financiación a partir de sus saldos vivos, corregido de efectos de valoración— aumentó unos 50 puntos básicos en el segundo trimestre de 2010, antes de retroceder ligeramente y situarse en el 3,74% en julio de 2010 (véase gráfico 28).

La evolución del coste total de la financiación estuvo determinada por el acusado aumento del coste de emisión de acciones, especialmente en mayo, en un entorno de mayor volatilidad en los mercados financieros internacionales. En el período de cuatro meses comprendido hasta julio, el coste real de las acciones se incrementó 120 puntos básicos (100 puntos básicos solo en mayo), en comparación con el

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

(en porcentaje; datos mensuales)



Fuentes: Thomson Financial Datastream y cálculos del BCE.

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

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

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



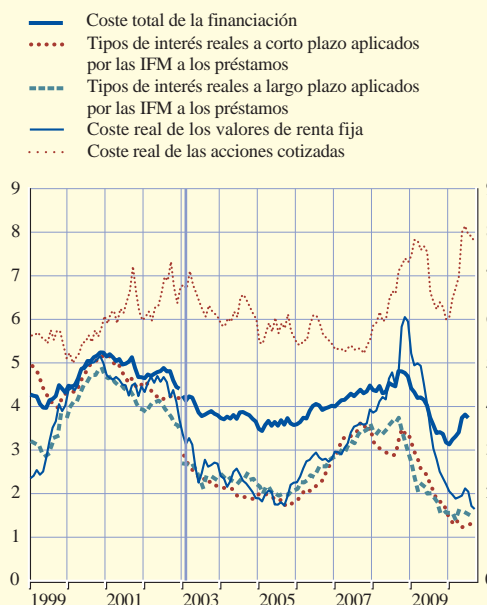
nivel del final del primer trimestre de 2010. En ese mismo período, el coste real de los valores de renta fija se elevó 15 puntos básicos. Esta evolución oculta una disminución con respecto al alto coste, en términos históricos, de la emisión de acciones observado en julio, así como una reducción del coste de los valores de renta fija y de los valores de entidades de crédito a largo plazo, que conjuntamente hicieron que el coste total de la financiación se moderara por primera vez tras cinco meses de aumentos consecutivos. La dinámica de los tipos de interés aplicados por las entidades de crédito a los préstamos durante el período de referencia apunta a la finalización de la transmisión gradual de los anteriores recortes de los tipos de interés oficiales del BCE a los clientes bancarios. Los tipos de interés reales a corto plazo aplicados por las IFM se redujeron 13 puntos básicos entre marzo y julio de 2010, mientras que los tipos reales a largo plazo se incrementaron 13 puntos básicos.

Desde una perspectiva a más largo plazo, en el segundo trimestre y en julio de 2010, el coste real de la financiación de las sociedades no financieras de la zona del euro se mantuvo próximo a los niveles más bajos observados desde 1999 para todos los componentes, excepto el coste real de las acciones que, por el contrario, registró un máximo histórico en junio.

Entre marzo y julio de 2010, los tipos de interés nominales aplicados por las IFM a los nuevos préstamos concedidos a las sociedades no financieras se redujeron en el caso de los préstamos a largo plazo, mientras que repuntaron en el de los préstamos a corto plazo (véase cuadro 4). La tendencia a la baja observada en los tipos de interés aplicados por las IFM desde noviembre de 2008 parece haberse moderado, y es probable que la transmisión de los anteriores recortes de los tipos de interés oficiales del BCE a los tipos aplicados a los préstamos bancarios esté próxima a concluir. El aumento de los tipos de los préstamos a corto plazo puede estar reflejando los incrementos recientes de los tipos de interés del mercado monetario, cuya evolución suele influir en los costes de financiación a corto plazo de las entidades de crédito. Al mismo tiempo, la caída registrada hace poco en los rendimientos de la deuda pública a largo plazo puede tener un efecto moderador sobre los tipos de interés de los préstamos bancarios a largo plazo. La última encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro confirmó que el acceso de las entidades de crédito a la financiación en los mercados y su nivel de liquidez habían experimentado un deterioro, debido a la reaparición de las tensiones en los mercados financieros, lo que contribuyó al endurecimiento de los criterios de aprobación de los préstamos a empresa y puede haber impedido nuevas reducciones de los tipos de los préstamos y créditos.

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

(en porcentaje; datos mensuales)



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

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

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

(en porcentaje; en puntos básicos)

							Variaciones en puntos básicos hasta julio 2010 <sup>1)</sup>		
	2009 II	2009 III	2009 IV	2010 I	2010 Jun	2010 Jul	2009 Abr	2010 Abr	2010 Jun
<b>Tipos de interés aplicados por las IFM</b>									
Descubiertos en cuenta de las sociedades no financieras	4,55	4,25	4,06	3,98	3,77	3,73	-99	-25	-4
Préstamos a las sociedades no financieras hasta un millón de euros									
Sin fijación del tipo y con período inicial de fijación del tipo hasta un año	3,64	3,36	3,28	3,24	3,25	3,33	-49	14	8
Con período inicial de fijación del tipo de más de cinco años	4,49	4,16	3,96	4,00	3,79	3,85	-75	-5	6
Préstamos a las sociedades no financieras por importe superior a un millón de euros									
Sin fijación del tipo y con período inicial de fijación del tipo hasta un año	2,57	2,06	2,19	1,99	2,18	2,25	-29	25	7
Con período inicial de fijación del tipo de más de cinco años	3,71	3,64	3,58	3,44	3,36	3,26	-75	-19	-10
<b>Pro memoria</b>									
Tipo de interés a tres meses del mercado monetario	1,22	0,77	0,71	0,64	0,73	0,85	-57	21	12
Rendimiento de la deuda pública a dos años	1,68	1,28	1,39	1,40	1,84	1,83	12	8	-1
Rendimiento de la deuda pública a siete años	3,47	3,11	2,99	2,82	2,39	2,36	-86	-43	-3

Fuente: BCE.

1) Pueden producirse discrepancias, debido al redondeo.

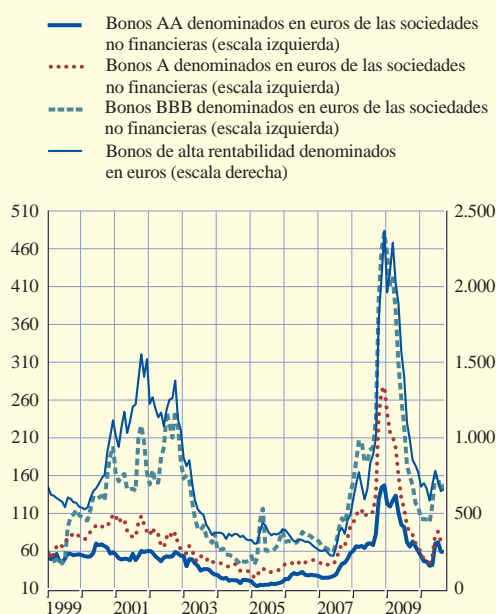
En el segundo trimestre de 2010, el incremento del coste real de la financiación mediante valores de renta fija estuvo determinado por la ampliación de los diferenciales entre los rendimientos de los valores de renta fija privada y los de la deuda pública en el caso de los segmentos con calificaciones crediticias más bajas (véase gráfico 29). En julio, los aumentos de los diferenciales se invirtieron, en parte, cuando la situación en los mercados financieros se estabilizó. En agosto, el coste de los valores de renta fija cayó hasta un mínimo histórico, ya que los rendimientos de los bonos de las sociedades no financieras siguieron el acusado patrón descendente de los rendimientos de la deuda pública, y los diferenciales continuaron reduciéndose.

#### FLUJOS DE FINANCIACIÓN

La mayor parte de los indicadores de rentabilidad de las sociedades no financieras de la zona del euro apuntan a una nueva mejora en el segundo trimestre de 2010, así como en junio y julio. La tasa de crecimiento interanual de los beneficios por acción de las sociedades no financieras cotizadas de la zona del euro pasó a ser positiva en julio y aumentó hasta el 6,4% en agosto de 2010 (desde el -9,2% de junio) (véase gráfico 30). De cara al futuro, los participantes en el mercado esperan que los beneficios sigan mejorando.

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

(en puntos básicos; medias mensuales)

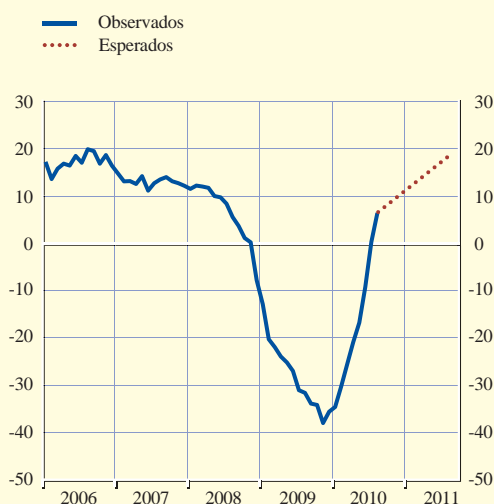


Fuentes: Thomson Financial Datastream y cálculos del BCE.

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

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

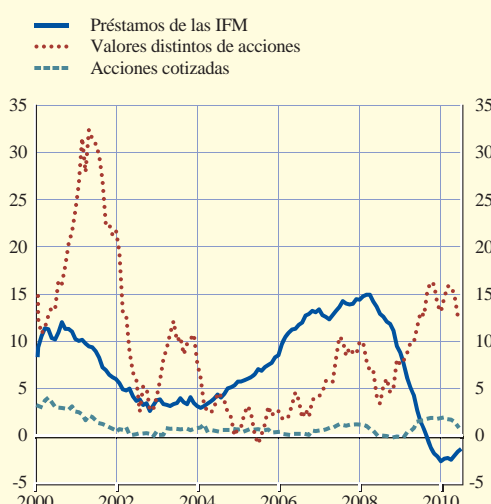
(en porcentaje; datos mensuales)



Fuentes: Thomson Financial Datastream y cálculos del BCE.

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

(tasas de variación interanual)



Fuente: BCE.

Nota: Las acciones cotizadas están denominadas en euros.

En cuanto a la financiación externa, la contracción de los préstamos concedidos por las IFM a las sociedades no financieras pasó a ser menos pronunciada, y aunque la emisión de valores distintos de acciones todavía aumentó a unas tasas de crecimiento de dos dígitos, perdió algo de impulso (véase gráfico 31). En el segundo trimestre de 2010, la tasa de crecimiento interanual de las acciones cotizadas emitidas por las sociedades no financieras continuó disminuyendo, influida por el fuerte repunte del coste de emisión de acciones. La emisión de valores distintos de acciones siguió siendo significativa, si bien mostró señales de moderación en los dos últimos meses del segundo trimestre. La tasa de crecimiento interanual de la emisión de valores distintos de acciones a largo plazo, situada en niveles especialmente elevados, se desaceleró hacia el final del trimestre, cuando las condiciones en los mercados se deterioraron como consecuencia de la crisis de riesgo soberano, mientras que la emisión de este tipo de valores a corto plazo continuó descendiendo.

En el segundo trimestre de 2010, el crecimiento interanual de los préstamos bancarios otorgados a las sociedades no financieras pasó a ser menos negativo (el -1,7%) (véase cuadro 5). En julio de 2010, el crecimiento interanual de los préstamos concedidos al citado sector se situó en el -1,3%, desde el -1,6% de junio. La fuerte contracción registrada en los préstamos a corto plazo (con plazos de vencimiento de hasta un año) a las sociedades no financieras a partir de marzo de 2009 disminuyó en el segundo trimestre, mientras que el crecimiento de los préstamos a más de cinco años se estabilizó en un nivel superior al 3%. La evidencia empírica disponible sugiere que los préstamos a este sector suelen tender a ir considerablemente a la zaga del ciclo económico. Por ahora, el menor descenso observado, en términos interanuales, en los préstamos a las sociedades no financieras, no parece señalar un punto de inflexión claro en la evolución cíclica. Los prolongados efectos de la débil situación económica en la demanda de préstamos y el proceso de sustitución en curso hacia la financiación en los mercados, así como la mayor disponibilidad de financiación interna, están siendo perjudiciales para la reactivación de los préstamos bancarios a las sociedades no financieras.

**Cuadro 5 Financiación de las sociedades no financieras**

	Tasas de crecimiento interanual				
	2009 II	2009 III	2009 IV	2010 I	2010 II
<b>Préstamos de IFM</b>	<b>2,7</b>	<b>-0,2</b>	<b>-2,2</b>	<b>-2,3</b>	<b>-1,7</b>
Hasta un año	-5,8	-10,2	-13,2	-11,2	-9,9
De uno a cinco años	7,2	2,0	-1,9	-4,1	-4,4
Más de cinco años	5,9	4,6	3,8	3,0	3,6
<b>Valores distintos de acciones</b>	<b>11,6</b>	<b>15,4</b>	<b>13,9</b>	<b>15,8</b>	<b>12,6</b>
A corto plazo	-24,8	-26,8	-40,8	-24,3	-15,8
A largo plazo, de los cuales <sup>1)</sup>	19,1	23,8	25,4	22,4	16,4
A tipo fijo	24,9	31,5	33,0	26,8	19,7
A tipo variable	-1,1	-4,8	-4,2	-0,2	-1,3
<b>Acciones cotizadas</b>	<b>1,5</b>	<b>1,8</b>	<b>1,8</b>	<b>1,8</b>	<b>1,0</b>
<b>Pro memoria<sup>2)</sup></b>					
Total financiación	2,6	1,7	0,8	1,1	-
Préstamos a sociedades no financieras	3,5	1,2	-0,9	0,6	-
Reservas técnicas de seguro <sup>3)</sup>	0,4	0,4	0,3	0,5	-

Fuentes: BCE, Eurostat y cálculos del BCE.

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

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

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

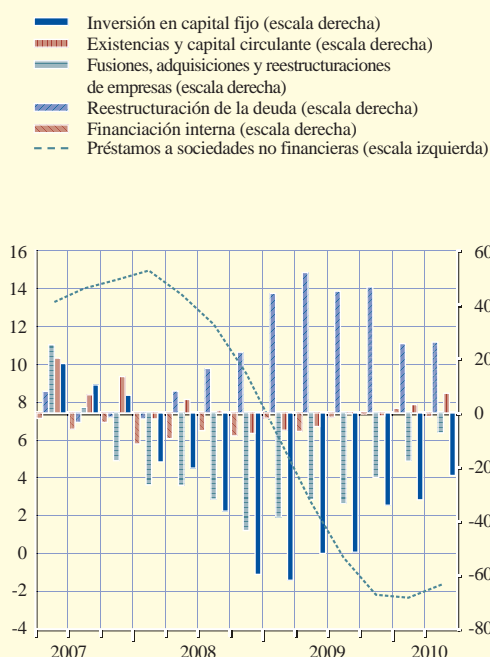
3) Incluye las reservas de los fondos de pensiones.

Los resultados de la última encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro indican que el efecto de factores de demanda, como la inversión en capital en fijo y las operaciones de fusión y adquisición, en la demanda de préstamos de las sociedades no financieras mejoró en el segundo trimestre de 2010 (véase gráfico 32). Al mismo tiempo, la encuesta puso de manifiesto un repunte considerable del endurecimiento de los criterios de aprobación de los préstamos a empresas, como consecuencia de las renovadas limitaciones en el acceso de las entidades de crédito a la financiación y a la gestión de la liquidez. Aunque las tensiones adicionales en la financiación bancaria señaladas en la encuesta se localizan predominantemente en determinados países, la mejora generalizada de la demanda, que permaneció en niveles ligeramente negativos, puede exacerbar el impacto potencial del endurecimiento general de los criterios de aprobación de los préstamos sobre la concesión de crédito bancario a la economía.

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

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

(tasas de variación interanual; en porcentaje neto)

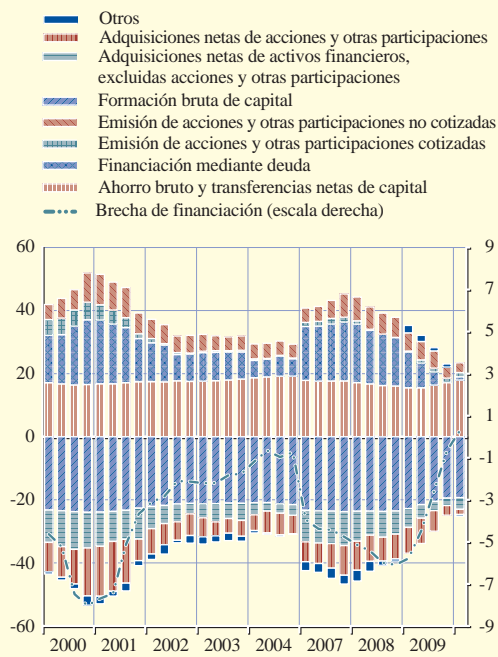


Fuente: BCE.

Nota: El porcentaje neto se refiere a la diferencia entre el porcentaje de entidades que indican que un factor determinado ha contribuido a un incremento de la demanda y las que indican que ha contribuido a una reducción; véase también la encuesta sobre préstamos bancarios de julio de 2010.

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

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



Fuente: Cuentas de la zona del euro.

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

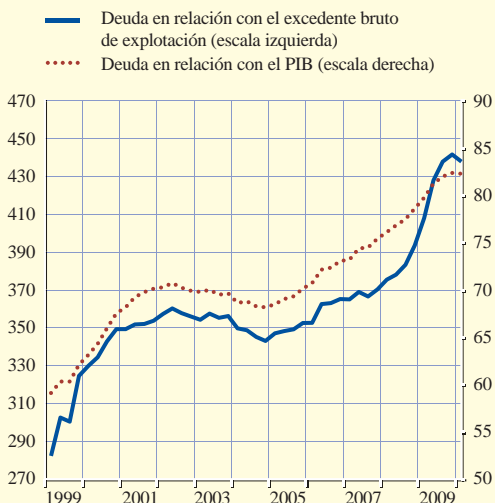
## POSICIÓN FINANCIERA

En el primer trimestre de 2010, el endeudamiento de las sociedades no financieras prácticamente no se modificó y permaneció en niveles elevados, el 82% y el 440%, respectivamente, en términos de las ratios de deuda en relación con el PIB y con el excedente bruto de explotación (véase gráfico 34). Las sociedades no financieras se beneficiaron de la disminución de los tipos de interés aplicados por las entidades de crédito y de los tipos de mercado a través de una nueva reducción de su carga financiera por intereses en el segundo trimestre y en julio de 2010 (véase gráfico 35).

En general, la reducción de los flujos de financiación externa y el aumento de las fuentes de financiación interna observados desde el segundo semestre de 2009 pueden indicar que las empresas están consolidando activamente su posición financiera para abordar las vulnerabilidades de sus balances y obtener flexibilidad financiera ante la fase de recuperación cíclica. El nivel de endeudamiento y la carga de intereses asociada posiblemente sugieran que todavía queda margen de maniobra para reestructurar los balances conjuntamente con la recuperación de los flujos de caja.

**Gráfico 34 Ratios de endeudamiento del sector de sociedades no financieras**

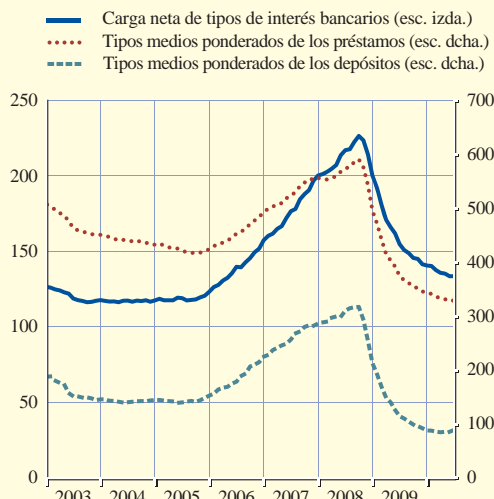
(en porcentaje)



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

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

(puntos básicos)



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

## 2.7 FLUJOS DE FINANCIACIÓN Y POSICIÓN FINANCIERA DEL SECTOR HOGARES

En el segundo trimestre de 2010, las condiciones de financiación de los hogares se caracterizaron por el hecho de que los tipos de interés aplicados por las entidades de crédito a los préstamos y créditos volvieron a disminuir ligeramente. Al mismo tiempo, el porcentaje neto de entidades que comunicaron un endurecimiento de los criterios de aprobación del crédito a los hogares se mantuvo prácticamente inalterado. La tasa de crecimiento interanual del endeudamiento de este sector frente a las IFM no experimentó ninguna variación en julio con respecto al segundo trimestre de 2010, todavía impulsada, principalmente, por los préstamos para adquisición de vivienda. La deuda en relación con la renta de los hogares registró un ligero incremento, mientras que la carga por intereses siguió disminuyendo.

### CONDICIONES DE FINANCIACIÓN

El coste de financiación de los hogares de la zona del euro se redujo de nuevo en el segundo trimestre de 2010, aunque en menor medida que en trimestres anteriores. Los tipos de interés aplicados por las IFM a los nuevos préstamos a hogares para adquisición de vivienda continuaron descendiendo hasta el final de junio (véase gráfico 36). En julio se observó un nuevo descenso en los plazos de vencimiento más largos y un repunte en los plazos más cortos. Esta evolución implicó un nuevo estrechamiento de los diferenciales entre los tipos de interés de los préstamos para adquisición de vivienda y tipos de interés de mercado comparables hasta el final de junio, mientras que en julio se observó una ampliación en el caso de los plazos de vencimiento más cortos. La estructura temporal de los tipos de interés de los préstamos para adquisición de vivienda siguió caracterizándose por un considerable diferencial positivo entre los tipos aplicados a los préstamos con un período inicial de fijación del



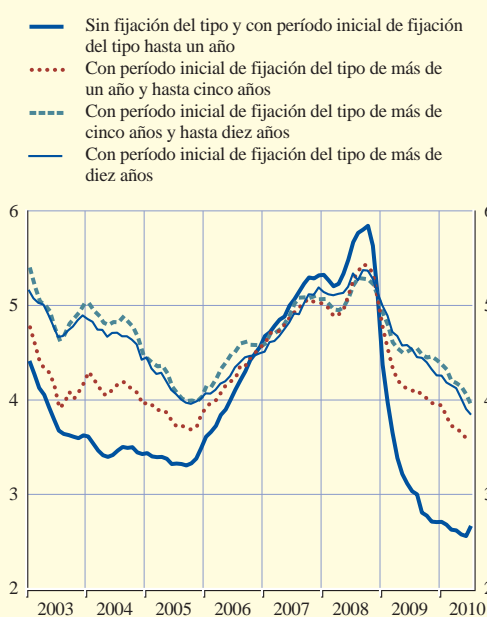
tipo de larga duración (de más de cinco años) y los aplicados a los préstamos con un período inicial de fijación de corta duración (es decir, los préstamos sin fijación inicial del tipo y con período inicial de fijación del tipo hasta un año). En consecuencia, los préstamos con un período inicial de fijación del tipo de menor duración continuaron representando algo menos de la mitad del total de las nuevas operaciones de préstamo en el segundo trimestre.

En promedio, los tipos de interés aplicados por la IFM al crédito al consumo registraron un descenso en el segundo trimestre de 2010 y un ligero incremento en julio. Esta evolución, que se observó hasta el final de junio, reflejó una nueva reducción tanto de los tipos aplicados a los préstamos sin fijación inicial como de los aplicados a los préstamos con período inicial de fijación del tipo hasta un año, así como de los tipos de interés de los préstamos con un período inicial de fijación del tipo de más de cinco años. Los diferenciales entre los tipos de interés del crédito al consumo y tipos de mercado comparables disminuyeron en el caso de los préstamos con un período de fijación del tipo de corta duración, mientras que aquellos con períodos iniciales de fijación del tipo de mayor duración se mantuvieron prácticamente estabilizados en el período transcurrido hasta junio. En general, los tipos de interés de los préstamos con período inicial de fijación hasta un año continuaron siendo los más bajos, mientras que los préstamos con período inicial de fijación del tipo de más de cinco años siguieron siendo los más elevados.

Los resultados de la encuesta sobre préstamos bancarios de julio de 2010 muestran que el porcentaje neto de entidades que señaló un endurecimiento de los criterios de aprobación del crédito a los hogares se mantuvo prácticamente inalterado en el segundo trimestre de 2010, tanto en el crédito para consumo y otros fines, como en los préstamos para adquisición de vivienda. En lo que se refiere a los préstamos para compra de vivienda, las entidades de crédito informaron de que la contribución al endurecimiento de los criterios de factores basados en el riesgo de los consumidores, como las perspectivas de los mercados de la vivienda y las perspectivas económicas generales, fue algo menor, pero que se vio contrarrestada por factores relacionados con el coste de financiación y con la disponibilidad de fondos de las entidades, que pueden considerarse como puros factores de oferta con respecto a la concesión de préstamos. Al mismo tiempo, las entidades de crédito consideraron que la demanda neta de préstamos para adquisición de vivienda había aumentado significativamente en el segundo trimestre, tras haber disminuido en el trimestre anterior, como consecuencia, especialmente, de una contribución más positiva de las perspectivas de los mercados de la vivienda y una aportación menos negativa de la confianza de los consumidores. La demanda neta de crédito para consumo y otros fines también se incrementó, debido al gasto en bienes de consumo duradero y a la confianza de los consumidores.

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

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



Fuente: BCE.

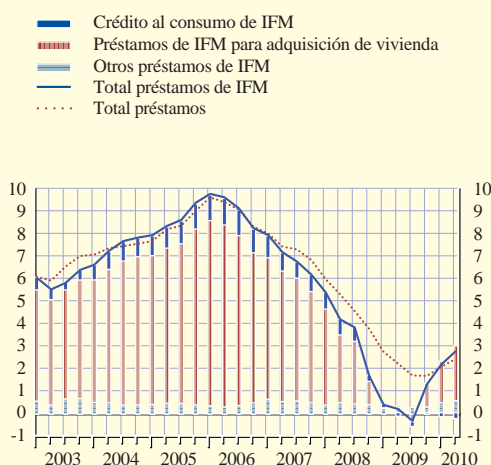
## FLUJOS DE FINANCIACIÓN

La tasa de crecimiento interanual del total de préstamos concedidos a los hogares se mantuvo en el 2,1% en el primer trimestre de 2010 (el último trimestre para el que se dispone de datos de las cuentas integradas de la zona del euro), interrumpiéndose, así, la tendencia a la baja que se había observado desde comienzos de 2006. No obstante, este hecho oculta que el crecimiento interanual de los préstamos concedidos por las instituciones distintas de IFM a los hogares registró un descenso, que lo situó en el 1,5%, frente al 3,6% del trimestre anterior. Este descenso es atribuible, en parte, a que en los últimos trimestres se deshicieron algunas de las operaciones de titulización fuera de balance (en las que los préstamos se dan de baja, eliminándose, por lo tanto, del balance de las IFM, y se contabilizan posteriormente como préstamos de otros intermediarios financieros). Los datos sobre las operaciones de titulización y los préstamos otorgados por las IFM indican que el crecimiento interanual del total de préstamos a los hogares aumentó en torno a un 2,8% en el segundo trimestre de 2010 (véase gráfico 37).

En julio de 2010, la tasa de crecimiento interanual de los préstamos concedidos por las IFM a los hogares, que en el primer trimestre del año se había situado en el 2,2%, se mantuvo en el 2,8%, sin cambios con respecto al segundo trimestre de 2010. La evolución más reciente apunta a una estabilización de la dinámica del endeudamiento de los hogares. Si se tiene en cuenta el impacto de las bajas del balance realizadas en el contexto de las operaciones de titulización, la recuperación de las tasas de crecimiento interanual de los préstamos concedidos a los hogares es menos pronunciada. Sin embargo, en general, la evolución ha seguido siendo acorde con las regularidades de largo plazo, según

**Gráfico 37 Total de préstamos concedidos a los hogares**

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

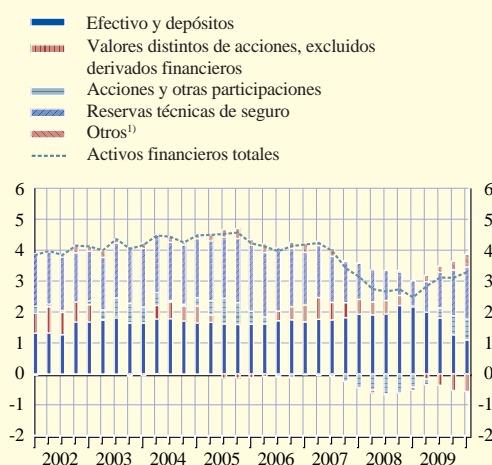


Fuente: BCE.

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

**Gráfico 38 Inversión financiera de los hogares**

(tasas de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales)



Fuentes: BCE y Eurostat.

1) Incluye préstamos y otras cuentas pendientes de cobro.

las cuales el endeudamiento de los hogares tiende a mejorar al principio del ciclo económico. La estabilización de la tasa de crecimiento interanual en los últimos meses podría deberse a que las perspectivas de renta y de los mercados de la vivienda siguen estando sujetas a una considerable incertidumbre y a que el nivel de endeudamiento de los hogares continúa siendo elevado en comparación con ciclos anteriores.

Dentro de los préstamos de las IFM a los hogares, la tasa de crecimiento interanual de los préstamos para compra de vivienda se incrementó hasta situarse en el 3,5% en julio de 2010, frente al promedio del 3,3% del segundo trimestre de 2010, mientras que la tasa de crecimiento interanual del crédito al consumo se mantuvo en terreno negativo (-0,6% en julio, frente al -0,4% en el segundo trimestre). Esta divergencia parece ser acorde con los resultados de las encuestas de opinión de los consumidores, que muestran actualmente una disposición cada vez menor a comprar bienes duraderos, aunque, en general, ha mejorado la confianza de los consumidores.

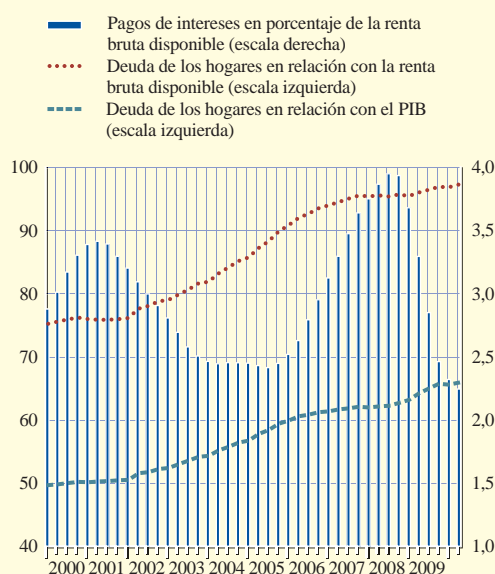
Por lo que se refiere al activo del balance del sector hogares de la zona del euro que figura en las cuentas de la zona del euro, la tasa de crecimiento interanual de la inversión financiera total aumentó hasta el 3,3% en el primer trimestre de 2010 (véase gráfico 38). No obstante, esta evolución encubre considerables desplazamientos de cartera. Ciertamente, la contribución de la inversión en efectivo y depósitos se redujo ligeramente. Por su parte, los hogares siguieron invirtiendo en mayor medida en activos a más largo plazo y de mayor riesgo en un contexto con una curva de rendimientos con una pendiente acusada y una mejora del clima de los mercados. En particular, la inversión en productos de seguro y de pensiones se incrementó sustancialmente, y esta clase de activos siguió siendo la que más contribuyó al crecimiento de la inversión financiera total. Los hogares también aumentaron de forma moderada sus adquisiciones de acciones y otras participaciones, al tiempo que redujeron sus tenencias directas de valores distintos de acciones.

## POSICIÓN FINANCIERA

Según las estimaciones, la deuda en relación con la renta disponible de los hogares ha seguido aumentando con moderación, hasta situarse en torno al 97,5% en el segundo trimestre de 2010, manteniéndose el ligero desplazamiento al alza observado en trimestres anteriores (véase gráfico 39). Esta evolución refleja el leve repunte del endeudamiento de este sector y el débil crecimiento de la renta registrado en los últimos trimestres. Se estima que la deuda en relación con el PIB de los hogares ha continuado su tendencia al alza en el segundo trimestre, aunque en menor medida que la deuda en relación con la renta disponible, lo que se debe al hecho de que la actividad económica general ha mostrado una recuperación cíclica más pronunciada que la renta de los hogares. Se estima que la carga por intereses de los hogares

**Gráfico 39 Endeudamiento y pagos de intereses de los hogares**

(en porcentaje)



Fuentes: BCE y Eurostat.

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

res ha seguido disminuyendo —aunque de forma bastante menos acusada que en los trimestres anteriores—, hasta situarse en el 2,2% de la renta disponible en el segundo trimestre, tras el 2,3% registrado en el trimestre anterior. El ligero aumento de la deuda de los hogares en relación con la renta refleja el impacto de la reducción de los tipos de interés.

### 3 PRECIOS Y COSTES

Según el avance de Eurostat, la inflación interanual medida por el IAPC se situó en el 1,6% en agosto de 2010, frente al 1,7% de julio. Este ligero descenso refleja, probablemente, efectos de base del componente energético. Más adelante en el año, se espera que las tasas de inflación interanual medidas por el IAPC se eleven ligeramente, mostrando cierta volatilidad. De cara al futuro, en 2011 las tasas de inflación deberían mantenerse, en general, en una senda moderada, ante las reducidas presiones inflacionistas internas.

Esta valoración se refleja también en las proyecciones macroeconómicas de septiembre de 2010 elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro, que sitúan la inflación interanual medida por el IAPC en un intervalo comprendido entre el 1,5% y el 1,7% en 2010 y entre el 1,2% y el 2,2% en 2011. En comparación con las proyecciones macroeconómicas de junio de 2010 elaboradas por los expertos del Eurosistema, los intervalos se han revisado ligeramente al alza, como resultado, principalmente, del aumento de los precios de las materias primas. Los riesgos para las perspectivas de evolución de los precios son ligeramente alcistas.

#### 3.1 PRECIOS DE CONSUMO

Según el avance de Eurostat, la tasa de inflación interanual medida por el IAPC de la zona del euro se situó en el 1,6% en agosto de 2010, frente al 1,7% de julio (véase cuadro 6). Desde una perspectiva a más largo plazo, en los dos últimos años esta tasa ha experimentado fuertes fluctuaciones. Primero, fue disminuyendo de forma constante entre mediados de 2008 y mediados de 2009, como consecuencia de la caída de los precios de los alimentos y la energía, hasta alcanzar un mínimo histórico del -0,6% en julio de 2009. Posteriormente, volvió a valores positivos a finales de 2009, como resultado, fundamentalmente, de efectos de base. Finalmente, se ha ido manteniendo en torno al 1,5% desde marzo de 2010.

Por lo que se refiere a la evolución del IAPC por sectores, la tasa de variación interanual de los precios de la energía se ha elevado de forma significativa, hasta el 8,1%, desde el mínimo del -14,4% alcanzado en julio de 2009. Este incremento fue consecuencia de las pronunciadas subidas de los precios del petróleo registradas desde el verano pasado y de efectos de base positivos. Dentro de los precios energéticos, el mayor aumento observado durante este período se produjo, principalmente, en partidas directamente

**Cuadro 6 Evolución de los precios**

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

	2008	2009	2010 Mar	2010 Abr	2010 May	2010 Jun	2010 Jul	2010 Ago
<b>IAPC y sus componentes</b>								
Índice general <sup>1)</sup>	3,3	0,3	1,4	1,5	1,6	1,4	1,7	1,6
Energía	10,3	-8,1	7,2	9,1	9,2	6,2	8,1	.
Alimentos no elaborados	3,5	0,2	-0,1	0,7	0,4	0,9	1,9	.
Alimentos elaborados	6,1	1,1	0,5	0,6	0,9	0,9	0,9	.
Bienes industriales no energéticos	0,8	0,6	0,1	0,2	0,3	0,4	0,5	.
Servicios	2,6	2,0	1,6	1,2	1,3	1,3	1,4	.
<b>Otros indicadores de precios</b>								
Precios industriales	6,1	-5,1	0,9	2,8	3,1	3,0	.	.
Precios del petróleo (euro/barril)	65,9	44,6	59,1	64,0	61,6	62,2	58,9	59,9
Precios de las materias primas no energéticas	1,9	-18,5	34,5	52,0	52,1	51,1	56,8	51,9

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

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

1) La inflación medida por el IAPC de agosto de 2010 corresponde a una estimación preliminar de Eurostat.

relacionadas con los precios del petróleo (combustibles líquidos y para vehículos privados). Los precios de consumo del gas tienden a mostrar una tendencia similar a la de los combustibles líquidos y para vehículos privados, pero con retraso. La tasa de variación interanual de los precios del gas se tornó positiva en junio de 2010, por primera vez desde mayo de 2009. Por el contrario, los precios de la electricidad suelen mostrar un patrón más idiosincrásico, aunque su tasa de variación interanual ha aumentado también a lo largo de 2010. En el primer semestre del año, los márgenes del refino (medidos como la diferencia entre el precio de los productos del refino del petróleo y el precio del crudo) fueron superiores a la media, lo que incidió también en los precios de la energía. Sin embargo, durante los meses de verano los márgenes del refino se redujeron con respecto a los niveles relativamente altos observados anteriormente en el año. De cara al futuro, basándose en los actuales futuros sobre precios del petróleo, se espera que la inflación en los precios de la energía permanezca relativamente estable en un nivel elevado en lo que queda de 2010, con algunas ligeras contribuciones positivas de los impuestos indirectos, antes de descender ligeramente en 2011.

Tras oscilar en valores negativos a finales de 2009 y principios de 2010, la tasa de variación interanual de los precios de todos los alimentos (incluidos el alcohol y el tabaco) volvió a valores positivos en marzo de 2010 y ha seguido elevándose en los meses de primavera y verano, alcanzando el 1,3% en julio. En los últimos meses, el perfil de los precios de los alimentos del IAPC de la zona del euro ha estado determinado por dos factores principales. En primer lugar, los efectos de base al alza derivados de las fuertes caídas observadas hace un año desaparecieron de la comparación anual. En segundo lugar, unas condiciones atmosféricas adversas afectaron a los precios del componente de alimentos no elaborados (principalmente, frutas y hortalizas), que han subido notablemente en los últimos meses (véase cuadro 6).

Más recientemente, los precios de las materias primas alimentarias han aumentado también de forma acusada en los mercados internacionales, aunque los últimos datos muestran escasas evidencias de que hayan sido trasladados a los consumidores (véase también sección 1). Hasta el momento, esta moderada transmisión se ha debido a dos razones principales. En primer lugar, habitualmente el impacto de una perturbación se observa primero en los precios industriales, antes de que se transmita a los minoristas y luego a los consumidores. Sin embargo, hasta ahora ha habido pocas evidencias de presiones latentes en la cadena de producción de los alimentos, siendo así que el componente de productos alimentarios de los precios industriales se ha mantenido en una senda relativamente moderada. En segundo lugar, la experiencia pasada muestra que, por lo general, tienen que transcurrir de seis a doce meses antes de que una perturbación de los precios de las materias primas se transmita a lo largo de la cadena de producción y alcance a los consumidores, y la mayor parte de los aumentos de los precios de las materias primas en los mercados internacionales se ha producido muy recientemente. En efecto, algunas partidas de alimentos del IAPC, que tienen un mayor contenido de cereales y de otras materias primas, por lo que se ven afectadas más directamente por las subidas de precios en los mercados internacionales, todavía registraron tasas de crecimiento negativas en julio. De cara al futuro, los recientes aumentos de los precios de las materias primas representan un riesgo al alza para la evolución de los precios de los alimentos en los próximos meses. Al mismo tiempo, las perspectivas para el componente de precios de los alimentos del IAPC son muy inciertas.

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 ha seguido una trayectoria gradualmente descendente durante la mayor parte de 2008 y a lo largo de 2009. En 2010, esta tendencia descendente se ha detenido y la tasa de variación interanual de la inflación medida por el IAPC, excluidos los alimentos y la energía, ha fluctuado en torno al 1%. Los datos más recientes muestran que el IAPC, excluidos los alimentos y la energía, se elevó un 1% en julio, en comparación con la registrada doce meses antes. En general, la trayectoria de



la inflación medida por el IAPC, excluidos los alimentos y la energía, no ha reflejado la tasa de variación interanual de la inflación medida por el IAPC general, que ha ascendido gradualmente, tras el descenso de la inflación observado en el verano y otoño de 2009. Por otro lado, esta medida de la «inflación subyacente» ha mostrado una menor volatilidad que el agregado del IAPC.

El IAPC, excluidos los alimentos y la energía, refleja la evolución de los precios de sus dos componentes, los bienes industriales no energéticos y los servicios, que vienen determinados, principalmente, por factores internos, como los salarios y los márgenes. La inflación en los bienes industriales no energéticos ha aumentado moderadamente en los últimos meses, tras alcanzar niveles muy bajos, aunque todavía positivos, al inicio de 2010. Según los datos más recientes, la tasa de variación interanual de los precios de los bienes industriales no energéticos se situó en el 0,5% en julio de 2010. En general, la inflación en los bienes industriales no energéticos se ha mantenido en niveles moderados, reflejo de la debilidad de la demanda de consumo y de la contención del crecimiento salarial. Sin embargo, el ligero aumento registrado recientemente sugiere una interrupción del descenso gradual observado desde 2008.

El componente de bienes industriales no energéticos puede desglosarse en tres subcomponentes: bienes de consumo no duradero (suministro de agua, productos farmacéuticos, periódicos, etc.), semiduradero (materiales de artículos de vestir, textiles, libros, etc.) y duradero (automóviles, muebles, aparatos electrónicos, etc.). El ligero aumento de la inflación en los bienes industriales no energéticos observado en los últimos meses ha sido resultado, en buena medida, de la mayor contribución de los componentes de bienes de consumo semiduradero y duradero. Los datos más recientes de precios de los bienes de consumo semiduradero muestran una elevación de las tasas de variación interanual de la mayor parte de las partidas, aunque los precios de los artículos de vestir se vieron afectados por fuertes rebajas estacionales. Al mismo tiempo, la contribución negativa de los precios de los bienes de consumo duradero a la inflación en los bienes industriales no energéticos ha disminuido gradualmente en los últimos meses y la tasa de variación interanual de este subcomponente se elevó a cero en julio de 2010, registrando un valor no negativo por primera vez desde diciembre de 2007. Ello se debió, en gran medida, a los precios de los automóviles, que subieron en tasa interanual en julio de 2010 por primera vez desde la primavera de 2009, reflejo de la reducción de los descuentos. Este incremento ha contrarrestado ampliamente las nuevas caídas de los precios de algunos aparatos electrónicos para el hogar. Por el contrario, la inflación en los bienes de consumo no duradero ha seguido disminuyendo, hasta situarse en el 0,9% en julio, frente al 1,2% registrado en el primer trimestre del año. Este nuevo descenso ha sido reflejo de la reducción de las tasas de variación interanual de los precios de muchas partidas, como consecuencia de la persistente debilidad de la demanda.

De cara al futuro, los indicadores adelantados de inflación en los bienes industriales no energéticos, como los precios industriales y los precios de importación de los bienes de consumo (en ambos casos, excluidos los alimentos y el tabaco) sugieren, por un lado, que las presiones latentes internas han seguido siendo moderadas y, por otro, que las presiones externas sobre los precios se han acentuado, como resultado de las recientes variaciones de los tipos de cambio y del aumento de la inflación a escala mundial. En general, esta evolución, unida a una recuperación gradual de la demanda interna, indica que en los próximos trimestres la inflación en los bienes industriales no energéticos será ligeramente superior a la del primer semestre del año.

Tras caer hasta el 1,2% en abril de 2010, un mínimo sin precedentes desde 1991, la tasa de variación interanual de la inflación en los precios de los servicios ha repuntado gradualmente, situándose, según los datos más recientes, en el 1,4% en julio. Los datos relativos a los últimos meses sugieren que se ha detenido la tendencia descendente que la inflación en los precios de los servicios venía mostrando desde el otoño de 2008.

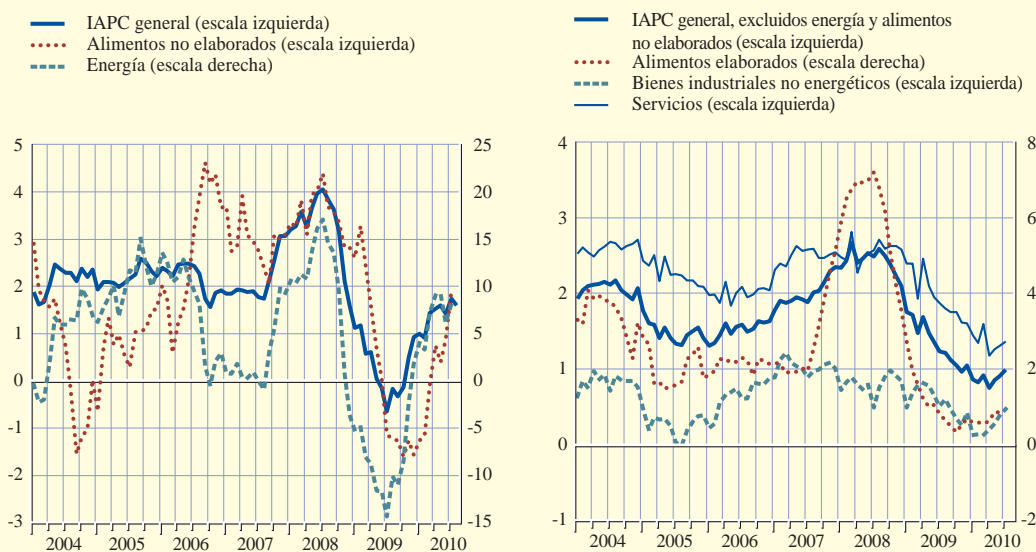
Por lo que se refiere a los subcomponentes de los servicios, el principal factor determinante del repunte de la inflación en los servicios totales ha sido el subcomponente de servicios recreativos y personales, que representa cerca de una tercera parte del componente de precios de los servicios y que se elevó desde el 0,4% de abril hasta el 1% de julio de 2010. Este subcomponente comprende servicios de ocio, como las vacaciones organizadas, los restaurantes y el alojamiento, cuyas tasas de inflación han caído a niveles muy bajos, en un entorno de debilidad de la demanda de consumo y de fuerte competencia. Parece que la inflación en las partidas de ocio ha tocado fondo y que está repuntando ligeramente, como consecuencia de la mejora de la confianza y del gasto de los consumidores.

Entre los demás servicios, la inflación en los precios de los servicios de transporte también parece haber repuntado ligeramente, debido, muy probablemente, a las anteriores subidas de los precios del petróleo. Por el contrario, la inflación en el subcomponente de vivienda (especialmente en los alquileres) se ha ido reduciendo, hasta situarse en el 1,7% en julio de 2010, frente al 2,1% de julio de 2009. Es probable que este descenso haya estado determinado, en cierta medida, por los efectos retardados de la caída de los precios de la vivienda. Para más detalles sobre la evolución de los precios inmobiliarios en la zona del euro, véase el recuadro 4 del presente Boletín. La tasa de variación interanual de los precios de los servicios de comunicación se situó en el -0,8% en julio de 2010, el mismo nivel que doce meses antes, aunque ha estado fluctuando entre el -1,1% y el -0,3% durante este período.

De cara al futuro, se espera que la inflación en los precios de los servicios se mantenga, en general, estable en su nivel actual en lo que queda de 2010, aunque es probable que repunte ligeramente en 2011, como resultado de una mejora gradual de la demanda interna. También podrían producirse ciertas presiones al alza generadas por subidas de los precios de las materias primas. Además, en algunos países de la zona del euro, la inflación en los precios de los servicios podría verse afectada en los próximos meses por aumentos de los impuestos indirectos y de los precios administrados. Cabe esperar que estas presiones al alza queden atenuadas, en parte, por la moderación salarial.

#### Gráfico 40 Desagregación del IAPC por principales componentes

(tasas de variación interanual; datos mensuales)



Fuente: Eurostat.

## Recuadro 4

**COMPARACIÓN DE LAS TENDENCIAS DE LOS PRECIOS DE LOS INMUEBLES COMERCIALES  
Y RESIDENCIALES EN LA ZONA DEL EURO**

Aunque los mercados de inmuebles comerciales y residenciales difieren en varios aspectos, tienen una serie de factores determinantes comunes relacionados con la oferta y la demanda<sup>1</sup>, y también comparten factores estructurales. Por el lado de la demanda, unos importantes factores determinantes son la renta y la riqueza en ambos mercados y, por el lado de la oferta, la elasticidad de los mercados determina, en gran medida, la respuesta de los precios en función de la cantidad a variaciones de la demanda. Además, la respuesta de la oferta a variaciones de los precios depende de las condiciones generales de financiación, de la evolución de los costes de los bienes intermedios, de la disponibilidad de suelo y de otros factores estructurales, como las restricciones o demoras legislativas que afectan a la obtención de permisos de construcción y urbanización<sup>2</sup>.

Por lo que se refiere a los factores estructurales, pese a observarse notables diferencias entre países, el porcentaje de inmuebles ocupados por sus propietarios en el conjunto de la zona del euro tiende a ser más alto en los mercados de inmuebles residenciales que en los de inmuebles comerciales. En lo relativo a las condiciones de financiación, los préstamos tienen habitualmente un mayor plazo de vencimiento en los mercados de inmuebles residenciales que en los de inmuebles comerciales. Asimismo, una ratio préstamo-valor más alta en el mercado de inmuebles residenciales podría reflejar diferencias en las garantías exigidas para obtener financiación, que se pueden atribuir, en parte, a diferencias en la percepción del riesgo de impago en los sectores de inmuebles comerciales y residenciales. Estos factores también pueden contribuir a provocar reacciones diferentes de los mercados de inmuebles residenciales y comerciales a las condiciones de oferta y demanda.

Cabe destacar la necesidad de ser muy cauteloso a la hora de analizar la evolución de los precios de los inmuebles residenciales y comerciales, dado que cuestiones de cobertura, calidad y representatividad de los datos contribuyen a incrementar la incertidumbre que presenta toda evaluación de dicha evolución. Por otra parte, es particularmente difícil comparar los dos mercados, en vista de los distintos conceptos estadísticos y metodológicos utilizados en la estimación de los precios. Más concretamente, mientras que las estimaciones de los precios de los inmuebles residenciales se basan en transacciones reales, las de los precios de los inmuebles comerciales se basan en evaluaciones del valor neto de los inmuebles, es decir, los precios de mercado ajustados a la baja por los gastos, el mantenimiento y la depreciación del capital. Dado el carácter subjetivo de las valoraciones, existe una considerable brecha potencial entre las estimaciones de los precios de los inmuebles comerciales proporcionadas por los distintos participantes en el mercado, como se verá más adelante. Estas diferencias también pueden deberse a una cobertura heterogénea del mercado de referencia.

Habida cuenta de estas limitaciones, si se observa con más detalle cómo han evolucionado estos mercados en los últimos trece años, el período más largo para el que se dispone de un conjunto completo

1 Para una descripción exhaustiva de los factores determinantes de los mercados de inmuebles comerciales, véanse «Commercial property markets: financial stability risks, recent developments and EU banks' exposures», BCE, diciembre de 2008, y el artículo titulado «Los mercados de inmuebles comerciales de la zona del euro y su impacto en las entidades de crédito», en el Boletín Mensual del BCE de febrero de 2010.

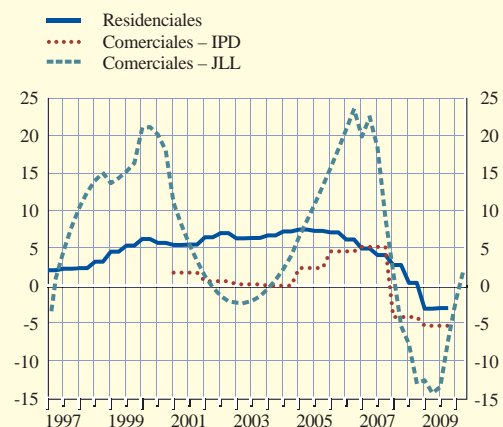
2 Para más información sobre los factores estructurales que afectan a los precios de los inmuebles residenciales, véanse «Structural factors in the EU housing markets», BCE, 2003 y «Housing finance in the euro area», *Occasional Paper Series*, n.º 101, BCE, marzo de 2009; y para los que afectan a los precios de los inmuebles comerciales, véase «Commercial property markets: financial stability risks, recent developments and EU banks' exposures», op. cit.

de datos, las variaciones de los precios de los inmuebles comerciales de la zona del euro han tendido a tener una mayor amplitud y a seguir el ciclo económico más estrechamente que las de los precios de los inmuebles residenciales (véase gráfico A). En términos de amplitud, la tasa de crecimiento interanual de los componentes de oficinas y tiendas (es decir, los locales situados en una importante calle comercial) de los precios de los inmuebles comerciales tocaron fondo en torno a cero a finales de 2002 y principios de 2003 y alcanzaron su nivel máximo (comprendido entre el 5% y el 20%, dependiendo de la medida utilizada) en 2007. La marcada diferencia de amplitud en las dos medidas disponibles de los precios de los inmuebles comerciales de la zona del euro puede atribuirse a una cuestión de cobertura: los datos de Investment Property Databank (IPD) reflejan las tendencias de mercado, mientras que el índice Jones Lang LaSalle (JLL) solo recoge el valor neto de oficinas y tiendas de primera categoría. Por el contrario, las tasas de crecimiento interanual de los precios de los inmuebles residenciales se mantuvieron relativamente estables entre el 4,5% y el 7% en el período 2001-2007. En términos de comportamiento cíclico, la clara tendencia descendente de los precios de los inmuebles comerciales registrada durante la desaceleración económica de 2001 no se observó en los precios de los inmuebles residenciales. Sin embargo, el reciente descenso de los precios inmobiliarios se ha producido de forma generalizada en ambos sectores. La resistencia del mercado de inmuebles residenciales durante la recesión de 2001 podría reflejar la naturaleza empresarial de esta desaceleración económica. En aquel período, en muchos países los mercados de inmuebles residenciales pueden haberse beneficiado de la transición a tipos de interés más bajos tras la adopción del euro. Además, la tasa máxima de crecimiento de los precios de los inmuebles comerciales observada en el período 2006-2007 parece haberse alcanzado con retraso respecto a la de los precios de los inmuebles residenciales. Los últimos datos disponibles indican que los precios de los inmuebles comerciales aumentaron en tasa interanual un 2,2% en el segundo trimestre de 2010. Al mismo tiempo, los datos disponibles para algunos países de la zona del euro muestran que el ritmo de descenso de los precios de los inmuebles residenciales parece haberse reducido ligeramente o que el descenso se detuvo a principios de 2010, lo que podría constituir una señal adelantada de estabilización de los precios.

A escala nacional, las fluctuaciones de los precios inmobiliarios han sido también mucho más moderadas en los mercados de inmuebles residenciales que en los de inmuebles comerciales (véase gráfico B). Al mismo tiempo, en términos relativos parece haber una menor heterogeneidad entre países en los precios de los inmuebles residenciales que en los de los inmuebles comerciales, tal y como indican los intervalos intercuartílicos relativamente estrechos que se pueden observar<sup>3</sup>.

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

(datos nominales; tasas de variación interanual)



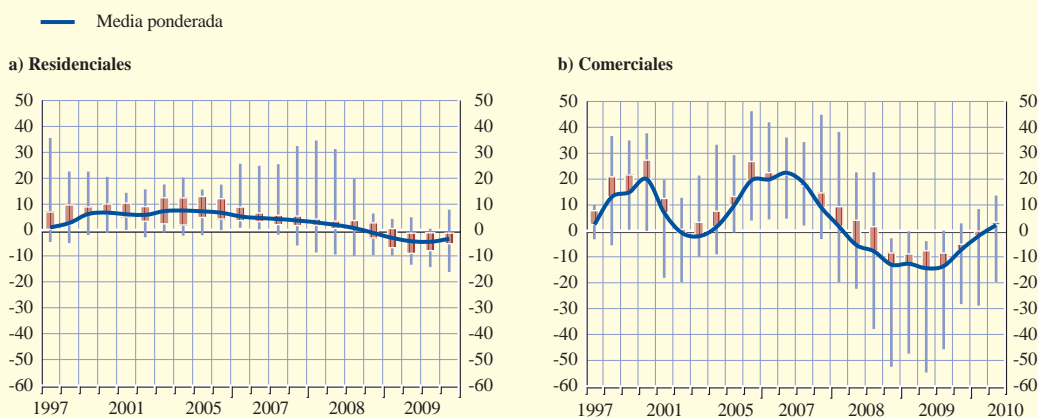
Fuentes: Los datos de precios de los inmuebles residenciales se basan en cálculos del BCE y en datos nacionales, mientras que los relativos a los inmuebles comerciales se basan en el valor neto de las oficinas y tiendas que proporcionan Jones Lang LaSalle (JLL) e Investment Property Databank (IPD).

Notas: El agregado de precios de los inmuebles residenciales de la zona del euro se calcula a partir de series nacionales que abarcan más del 90% del PIB de la zona del euro para la totalidad del período. Para el mercado de inmuebles residenciales, los datos trimestrales se interpolan a partir de los datos semestrales de la muestra total y, para el de inmuebles comerciales, se interpolan a partir de los datos anuales para el período anterior a 2007.

3 A pesar de la fuerte influencia de valores atípicos, con tasas de crecimiento superiores al 30%, especialmente en 2008.

**Gráfico B Precios de los inmuebles en países de la zona del euro**

(tasas de variación interanual; máximo, mínimo, intervalo intercuartílico y media ponderada)



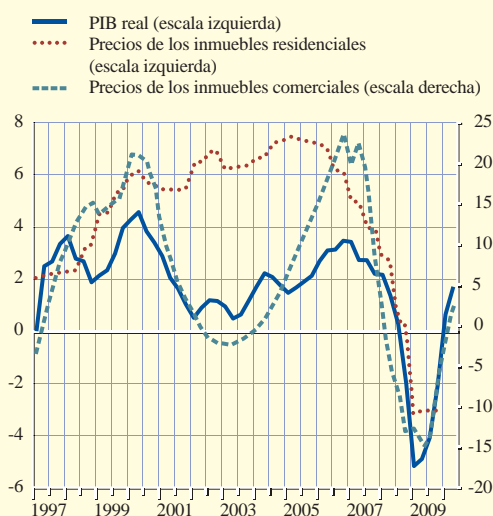
Fuentes: Los datos de precios de los inmuebles residenciales se basan en cálculos del BCE, datos nacionales y datos de la OCDE. Los datos de precios de los inmuebles comerciales se basan en el valor neto de las oficinas y tiendas que proporciona Jones Lang LaSalle.

Notas: Las ponderaciones agregadas se basan en el PIB nominal de 2007. El agregado estimado de la zona del euro se basa en datos trimestrales de la OCDE interpolados para Italia y Alemania. No se dispone de datos de inmuebles comerciales para Chipre, Malta, Eslovaquia y Eslovenia.

Según se señalaba anteriormente, la evolución de los mercados de inmuebles residenciales y comerciales depende de las condiciones de demanda y está generalmente relacionada con la evolución del ciclo económico. En el gráfico C se compara la inflación en los precios de los inmuebles residenciales y comerciales de la zona del euro con el crecimiento del PIB real. Parece que los precios de los inmuebles comerciales muestran una correlación mucho más acusada con el ciclo económico que los precios de los inmuebles residenciales: El carácter más cíclico de los precios de los inmuebles comerciales puede deberse a varias razones: i) las empresas utilizan los inmuebles comerciales (bloques de oficinas, tiendas y edificios industriales) como input en su proceso de producción, que está estrechamente relacionado con las perspectivas de producto y empleo; ii) los datos de precios de los inmuebles comerciales se basan en valoraciones que las empresas realizan generalmente con periodicidad anual o semestral para incluir en sus informes anuales, lo que sugiere que los precios de los inmuebles comerciales registran variaciones más frecuentes que los precios de los inmuebles residenciales, siendo así que ello podría poner de manifiesto una relación más estrecha entre los precios de los inmuebles comerciales y la evolución del ciclo económico; iii) los inmuebles residenciales satisfacen principalmente la necesidad de alojamiento de los hogares, por lo que se caracterizan por un porcentaje más elevado de inmuebles ocupados por sus propietarios que los segmentos de oficinas y tiendas de los mercados de inmuebles comerciales, factor que puede moderar su correlación con el ciclo económico.

**Gráfico C Precios de los inmuebles y crecimiento del PIB real**

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat, Jones Lang LaSalle y cálculos del BCE basados en datos nacionales.

El perfil de crecimiento de los precios inmobiliarios puede evaluarse utilizando dos medidas estándar simples de valoración, que comparan los precios de los inmuebles con los alquileres y las fuentes de ingresos. Esta comparación ha de realizarse con cautela, debido a la brevedad de la serie temporal, considerando que suele ser necesario disponer de una media a largo plazo para evaluar el nivel de equilibrio de referencia, y debido también al carácter simplista de las medidas de valoración utilizadas. El primer indicador (ratio precio-alquiler) se basa en el supuesto de que el valor de un inmueble como activo no debería desviarse de forma significativa de los flujos descontados de todos sus alquileres futuros, mientras que el segundo (ratio renta-precio) es un indicador de accesibilidad simple<sup>4</sup>. Según la ratio precio-alquiler (véase panel a) del gráfico D), los precios de los inmuebles residenciales mostraron una revalorización al alza mucho más estable en el período analizado, mientras que los precios de los inmuebles comerciales mostraron una revalorización al alza muy pronunciada en torno al pico del último ciclo económico y parecen hallarse en una fase más avanzada del proceso de corrección en curso, en comparación con la de los precios de los inmuebles residenciales. Sin embargo, en ambos mercados, la ratio de accesibilidad simple (véase panel b) del gráfico D) solo ha mejorado ligeramente desde finales de 2007.

En resumen, pese a tener factores determinantes comunes, los mercados de inmuebles comerciales y residenciales han mostrado ciertos patrones de comportamiento divergentes durante el período considerado. Los precios de los inmuebles comerciales de la zona del euro han experimentado variaciones de mayor amplitud que los de los inmuebles residenciales y también han seguido el ciclo económico más estrechamente. La evolución reciente apunta a indicios de estabilización de la tasa de descenso o a señales adelantadas de aumentos de los precios tanto en los mercados de inmuebles comerciales como en los de inmuebles residenciales.

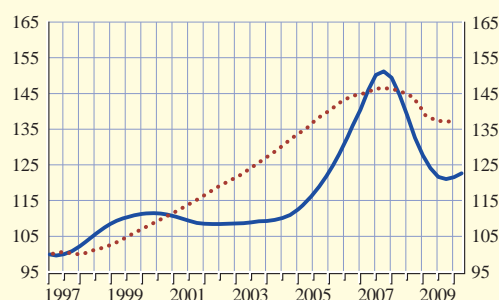
4 Aunque se pueden utilizar distintas medidas de la renta para elaborar los índices de accesibilidad, se emplea habitualmente la renta disponible, para los inmuebles residenciales, y los beneficios empresariales, según vienen medidos en las cuentas nacionales, para los inmuebles comerciales.

#### Gráfico D Medidas de valoración de los precios de los inmuebles

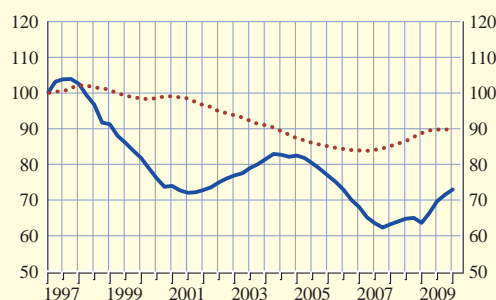
(índice I 1997 = 100)

— Comerciales  
..... Residenciales

a) Enfoque de valoración de activos: ratio precio-alquiler de la vivienda



b) Ratio de accesibilidad simple en los mercados inmobiliarios de la zona del euro



Fuentes: Eurostat, Jones Lang LaSalle y cálculos del BCE basados en datos nacionales.

Notas: Para el mercado de inmuebles residenciales, la ratio de accesibilidad simple se refiere a la ratio renta-precio y, para el de inmuebles comerciales, a la ratio beneficios empresariales-precio. Los beneficios empresariales se definen como el excedente bruto de explotación, excluida la renta de los autónomos.

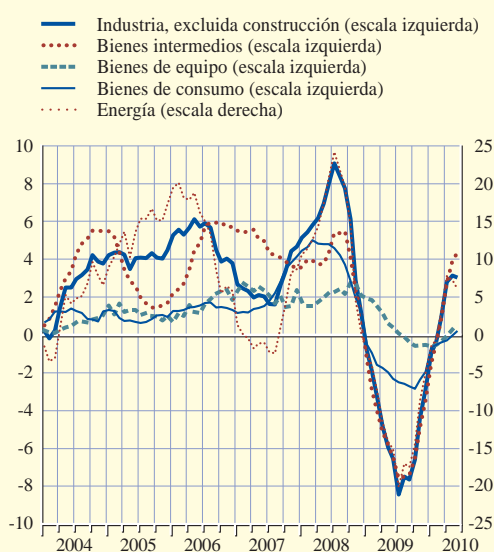


### 3.2 PRECIOS INDUSTRIALES

Los últimos datos disponibles sobre los precios industriales, excluida la construcción, indican cierta estabilización con respecto a la tendencia al alza iniciada en los meses de verano de 2009 (véase gráfico 41). La tasa de variación interanual de estos precios ha aumentado gradualmente desde el mínimo del -8,4% registrado en julio de 2009, situándose en valores positivos en marzo de 2010 y alcanzando el 3% en junio. El índice general puede desglosarse entre precios de la energía, de los bienes intermedios, de los bienes de consumo y de los bienes de equipo. La tendencia al alza estuvo determinada, principalmente, por los componentes de energía y de bienes intermedios, reflejo de la combinación de efectos de base alcistas derivados de la caída de los precios mundiales del crudo registrada a finales de 2008 y principios de 2009 y de las subidas generalizadas de los precios del petróleo y de las materias primas observadas desde el pasado verano. El componente que ha mostrado una correlación histórica más estrecha con la evolución a corto plazo del IAPC es el de bienes de consumo, excluidos el tabaco y los alimentos, que experimentó también un aumento a finales de 2009 y en los seis primeros meses de 2010. En junio, la tasa de variación interanual de los precios del componente de bienes de consumo se situó en el 0,2%, su primer valor positivo desde diciembre de 2008. Este aumento fue consecuencia, en parte, del incremento de los precios industriales de los bienes de consumo duradero, que se beneficiaron probablemente de perspectivas ligeramente más favorables respecto a la demanda final. La tasa de variación interanual de los precios de los bienes de equipo (por ejemplo, maquinaria, vehículos de motor y productos metálicos) ha repuntado también recientemente, manteniéndose en el 0,3% en junio, sin cambios con respecto a mayo, tras haber oscilado en valores negativos entre agosto de 2009 y abril de 2010. La recuperación gradual de este componente refleja, en parte, la mayor demanda de bienes de equipo producidos en la zona del euro.

**Gráfico 41 Desagregación de los precios industriales**

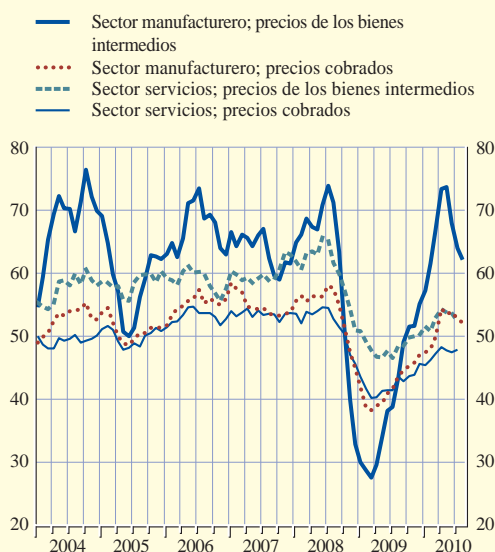
(tasas de variación interanual; datos mensuales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

**Gráfico 42 Encuestas sobre precios de los bienes intermedios y precios de producción**

(índices de difusión; datos mensuales)



Fuente: Markit.

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

Los datos de las encuestas relativos a las presiones sobre los precios en la cadena de producción indican que la tendencia al alza se ha estabilizado a lo largo del año pasado. Por lo que se refiere al índice de directores de compras, los datos preliminares de precios de agosto señalan variaciones moderadas de los precios de los bienes intermedios y de los precios de producción de las empresas (véase gráfico 42). En el sector manufacturero, los índices de precios de los bienes intermedios y de los precios cobrados bajaron ligeramente en agosto, mientras que los del sector servicios subieron levemente. No obstante, los precios cobrados se mantuvieron por debajo del umbral de 50, lo que indica un descenso de los precios. Pese a la estabilización observada desde mayo, todos los índices han registrado, en general, aumentos relativamente acusados desde el segundo trimestre de 2009. El hecho de que los niveles de precios de los bienes intermedios sean ligeramente más altos que los de los precios de producción sugiere que las empresas de la zona del euro todavía están teniendo ciertas dificultades en trasladar el incremento de los precios de los bienes intermedios a los consumidores.

### 3.3 INDICADORES DE COSTES LABORALES

Debido al retraso con el que los mercados de trabajo responden a cambios en la actividad económica, la evolución de los costes laborales de la zona del euro dio pruebas de relativa solidez durante la recesión económica y empezó a desacelerarse en el tercer trimestre de 2009, cerca de un año después de que el crecimiento trimestral del PIB de la zona del euro se tornara negativo. La resistencia de los costes laborales durante este período fue resultado de la duración media, de cerca de un año y medio, de los acuerdos salariales (reflejados en la evolución de los salarios negociados), así como del impulso automático del crecimiento de los salarios por hora, debido a la evolución de las horas trabajadas, que disminuyeron considerablemente en la última parte de 2008 y a principios de 2009. El descenso de las horas trabajadas fue consecuencia, en parte, del uso extendido, especialmente en Alemania, de cuentas de horas o sistemas flexibles para el cómputo de horas de trabajo, mediante los cuales los asalariados pueden trabajar menos horas en épocas de menor demanda, sin que ello afecte a su remuneración total, ya que compensan trabajando más horas en épocas de mayor demanda. Además, la aceleración del crecimiento de los costes laborales por hora observada en la zona del euro a comienzos de 2009 también estuvo impulsada por el impacto de los planes de reducción de las horas de trabajo subvencionados por el Gobierno y adoptados para contrarrestar una contracción, de otro modo inevitable, del empleo, en particular en la industria. En el marco de estos planes, las empresas tuvieron la oportunidad de reducir las horas trabajadas por sus empleados, cuyos salarios venían complementados por los Gobiernos nacionales. Dado que, en la mayoría de los casos, las empresas aceptaron también pagar parte de la diferencia, ello supuso aumentos de los salarios por hora.

A finales de 2008, el crecimiento de la remuneración de los asalariados empezó a registrar una desaceleración, que se intensificó en 2009, especialmente en el sector privado, ya que las empresas intentaron utilizar los componentes flexibles de los salarios para reducir los costes salariales, lo que provocó una fuerte deriva salarial negativa. En el sector público se observó también una mayor contención a partir de finales de 2009 (véanse también el recuadro titulado «Evolución de los salarios en la zona del euro y Estados Unidos durante la reciente recesión económica: análisis comparativo», en el Boletín Mensual de mayo de 2010, y el artículo titulado «Ajustes de los mercados de trabajo a la recesión en la zona del euro», en el Boletín Mensual de julio de 2010).

Los indicadores más recientes han mostrado que los costes laborales se han estabilizado, en general, en el primer trimestre de 2010 (véanse gráfico 43 y cuadro 7). Más concretamente, la tasa de crecimiento interanual de la remuneración por asalariado de la zona del euro se situó en el 1,5% en el primer trimestre

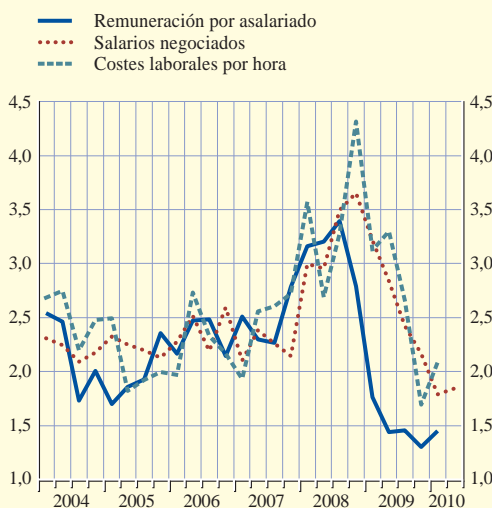
de 2010, ligeramente por encima de la registrada en el trimestre anterior. El desglose por sectores indica que el ligero aumento del crecimiento de la remuneración por asalariado observado en el primer trimestre de 2010 estuvo determinado, en gran medida, por la evolución del sector industrial. La tasa de crecimiento interanual de los costes laborales por hora de la zona del euro aumentó también ligeramente, hasta el 2,1%, desde el 1,7% del cuarto trimestre de 2009, lo que puede considerarse como una normalización del fuerte descenso registrado en el cuarto trimestre de 2009, cuando esta tasa experimentó una caída de 0,9 puntos porcentuales.

La tasa de crecimiento interanual de los salarios negociados de la zona del euro, los únicos datos de costes laborales actualmente disponibles para el segundo trimestre de 2010, se situó en el 1,8% en ese trimestre, sin cambios con respecto al trimestre anterior. Las tasas de crecimiento interanual registradas en el primer y segundo trimestre de 2010 son las más bajas observadas desde el inicio de la serie en 1991. De cara al futuro, es probable que la tasa de crecimiento interanual de los salarios negociados siga siendo reducida en los próximos trimestres e incluso que descienda aún más, ya que los nuevos contratos solo incorporan modestos aumentos salariales tanto en el sector privado como en el público.

Por último, tras registrar un mínimo histórico en el primer trimestre de 2009, la tasa de crecimiento interanual de la productividad de la zona del euro fue mejorando constantemente en los trimestres siguientes, reflejo del ajuste retardado del empleo al crecimiento del producto. En el primer trimestre de 2010, la tasa de crecimiento interanual de la productividad por asalariado volvió a valores positivos, experimentando un aumento del 2,1%. La mejora de la productividad, unida a la moderada tasa de crecimiento interanual de la remuneración por asalariado, contribuyó a reducir la tasa de crecimiento interanual de los costes laborales unitarios, que bajó desde el 1,3% del cuarto trimestre de 2009, hasta el -0,6% del primer trimestre de 2010. Estas cifras contrastan notablemente con el máximo de casi el 6% alcanzado en el primer trimestre de 2009 y deberían permitir un aumento de los márgenes empresariales.

Gráfico 43 Indicadores de costes laborales

(tasas de variación interanual; datos trimestrales)



Fuentes: Eurostat, datos nacionales y cálculos del BCE.

Cuadro 7 Indicadores de costes laborales

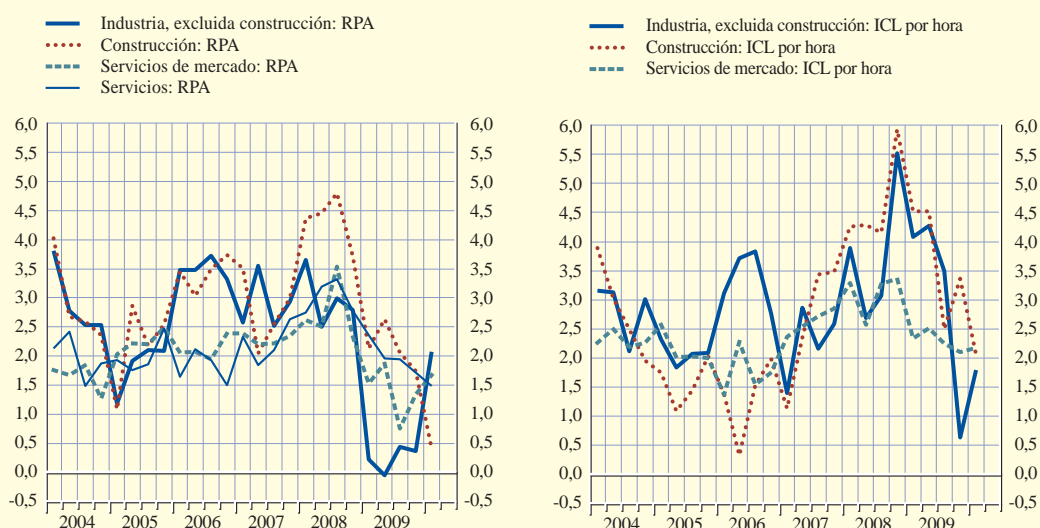
(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

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

Fuentes: Eurostat, datos nacionales y cálculos del BCE.

**Gráfico 44 Evolución de los costes laborales por sectores**

(tasas de variación interanual; datos trimestrales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

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

De cara al futuro, cabe esperar que la evolución de los mercados de trabajo, unida a la recuperación económica en curso, favorezca el crecimiento interanual de la productividad, lo que, en conjunción con el moderado crecimiento de la remuneración por asalariado, debería contribuir a reducir el crecimiento de los costes laborales unitarios de las empresas de la zona del euro a lo largo de 2010.

### 3.4 EVOLUCIÓN DE LOS BENEFICIOS EMPRESARIALES

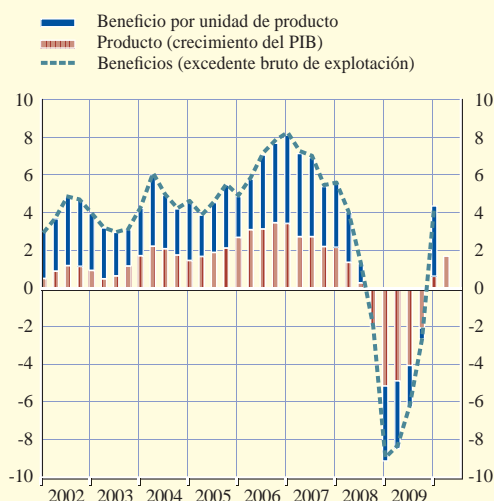
La recesión de 2008-2009 tuvo como resultado una fuerte y persistente contracción de los beneficios, debido a la disminución de la productividad de las empresas, asociada a la resistencia de los costes laborales y al menor ajuste del empleo en comparación con anteriores fases recesivas del ciclo<sup>1</sup>. En este contexto, tras contraerse durante cinco trimestres consecutivos a partir de finales de 2008 (véase gráfico 45), los beneficios empresariales de la zona del euro se elevaron un 4,4% en tasa interanual en el primer trimestre de 2010. Este aumento fue consecuencia de la expansión de la actividad económica (volumen) y del incremento del margen por unidad de producto, que se benefició del descenso del crecimiento de los costes laborales unitarios.

Por lo que se refiere a la evolución observada en las principales ramas de actividad (industria y servicios de mercado), el aumento de los beneficios fue particularmente pronunciado en la industria, sector en el que se registró en el primer trimestre de 2010 un incremento interanual del 20% (véase gráfico 46), que se produjo tras observarse una reducción de casi el 28% en 2009, lo que confirma que en este sector los beneficios tienden a disminuir más en las fases contractivas del ciclo. Así pues, pese a ese reciente incremento, los beneficios registrados en el sector industrial en 2010 se sitúan todavía en un nivel bajo, próximo al observado a mediados de 2004. En los servicios de mercado, los beneficios aumentaron

<sup>1</sup> Para más información, véase el recuadro titulado «Evolución de los beneficios y su comportamiento después de períodos de recesión», en el Boletín Mensual de abril de 2010.

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

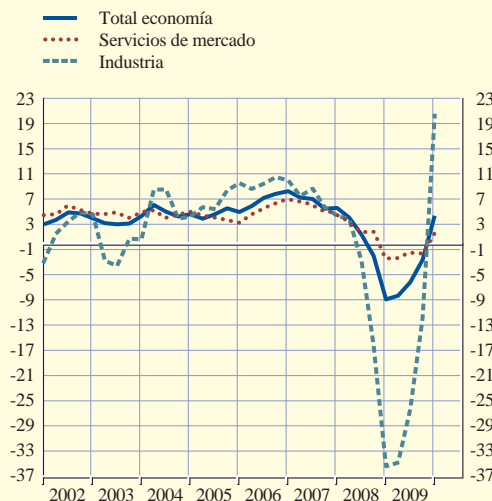
(tasas de variación interanual; datos trimestrales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

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

(tasas de variación interanual; datos trimestrales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

también en tasa interanual en el primer trimestre de 2010 (en un 1,5%), tras contraerse durante cuatro trimestres consecutivos en el transcurso de 2009.

De cara al futuro, la mejora de la demanda y el esperado aumento cíclico de la productividad deberían propiciar nuevos incrementos de los beneficios, en un modo similar al observado en anteriores fases expansivas del ciclo. Sin embargo, las perspectivas a corto plazo para esta variable son todavía muy inciertas.

### 3.5 PERSPECTIVAS DE INFLACIÓN

Más adelante en el año, se espera que las tasas de inflación interanual medidas por el IAPC se eleven ligeramente, mostrando cierta volatilidad. De cara al futuro, en 2011 las tasas de inflación deberían mantenerse, en general, en una senda moderada, ante las reducidas presiones inflacionistas internas.

Esta valoración se refleja también en las proyecciones macroeconómicas de septiembre de 2010 elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro, que sitúan la inflación interanual medida por el IAPC en un intervalo comprendido entre el 1,5% y el 1,7% en 2010 y entre el 1,2% y el 2,2% en 2011 (véase recuadro 6). En comparación con las proyecciones macroeconómicas de junio de 2010 elaboradas por los expertos del Eurosistema, los intervalos se han revisado ligeramente al alza, como resultado, principalmente, del aumento de los precios de las materias primas.

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

## 4 PRODUCTO, DEMANDA Y MERCADO DE TRABAJO

La actividad económica de la zona del euro ha venido registrando una expansión desde mediados de 2009. El PIB real de la zona experimentó un fuerte crecimiento del 1%, en tasa intertrimestral, en el segundo trimestre de 2010, respaldado por la actual recuperación mundial, pero también, en parte, por factores internos de carácter transitorio. Los datos recientes y la evidencia procedente de las encuestas confirman, en general, las expectativas de moderación para el segundo semestre de este año, tanto a escala mundial como en la zona del euro. Al mismo tiempo, aunque persiste la incertidumbre, esta información sigue indicando que la recuperación en la zona del euro continúa a un ritmo subyacente fuerte y positivo. La recuperación en curso a escala mundial y su efecto sobre la demanda de exportaciones de la zona, así como la orientación acomodaticia de la política monetaria y las medidas adoptadas para restablecer el funcionamiento del sistema financiero, deberían seguir sosteniendo la economía de la zona del euro. No obstante, se prevé que el proceso de ajuste de los balances que está teniendo lugar actualmente en varios sectores y las perspectivas de los mercados de trabajo moderen el ritmo de la recuperación.

Este análisis también es acorde con las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro de septiembre de 2010, según las cuales el crecimiento interanual del PIB real se situará en un intervalo comprendido entre el 1,4% y el 1,8% en 2010, y entre el 0,5% y el 2,3% en 2011. Como sigue reinando la incertidumbre, los riesgos para las perspectivas económicas tienden ligeramente a la baja.

### 4.1 PIB REAL Y COMPONENTES DE LA DEMANDA

La actividad económica de la zona del euro ha venido registrando una expansión desde mediados de 2009, tras haberse contraído entre el segundo trimestre de 2008 y el mismo trimestre de 2009. Según la primera estimación de Eurostat, en el segundo trimestre de 2010 el PIB real de la zona del euro creció un 1%, en tasa intertrimestral, tras haber aumentado un 0,3% en el primer trimestre de 2010 y un 0,2% en el cuarto trimestre de 2009. Las dos últimas tasas de crecimiento se revisaron al alza en 0,1 puntos porcentuales (véase gráfico 47). Los indicadores disponibles sugieren que la actividad económica seguirá creciendo después del primer semestre de 2010, aunque a tasas de crecimiento más reducidas que en el segundo trimestre. Se prevé que el ritmo de la recuperación económica en la zona del euro se modere, a medida que vayan desapareciendo los factores transitorios que la respaldan.

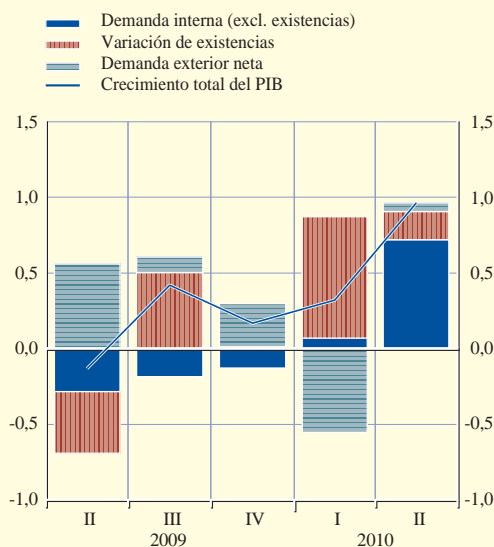
La elevada tasa de crecimiento del PIB real en el segundo trimestre de 2010 se debe, principalmente, a una contribución positiva, de 0,7 puntos porcentuales, de la demanda externa. La demanda exterior neta y las existencias también tuvieron aportaciones positivas, aunque más limitadas.

#### CONSUMO PRIVADO

Si bien la actividad económica de la zona del euro empezó a recuperarse en la segunda mitad de 2009,

**Gráfico 47 Crecimiento del PIB real y contribuciones**

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



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.



el consumo privado ha mantenido su atonía tras la grave contracción registrada durante el punto más bajo de la última recesión económica que tuvo lugar a finales de 2008 y principios de 2009. Sin embargo, en el segundo trimestre de 2010, el consumo privado se incrementó un 0,5%, frente al 0,2% del primer trimestre. Los indicadores recientes apuntan a una nueva expansión del gasto en consumo en el tercer trimestre de 2010.

El motivo principal de que el crecimiento del consumo haya sido reducido, a pesar de la recuperación de la actividad económica, ha sido la debilidad de los mercados de trabajo, que ha afectado a la renta real disponible de los hogares. La renta disponible había disminuido mucho, como consecuencia de la considerable caída del empleo que se produjo entre el segundo semestre de 2008 y el final de 2009. Sin embargo, los bajos niveles de inflación, medida por el IAPC, existentes en 2009 fortalecieron el crecimiento de la renta en términos reales. Más recientemente, la inflación ha aumentado, lo que ha contribuido negativamente al crecimiento de la renta real, mientras que el empleo se ha estabilizado en el primer trimestre del año. Aunque el crecimiento del consumo ha sido ligeramente positivo desde el cuarto trimestre de 2009, no se espera que se produzca un fuerte impulso de la renta real disponible de los hogares en los próximos trimestres, pues se prevé que la evolución del empleo solo mejorará lentamente.

Existen factores adicionales que han retrasado el gasto en consumo en los últimos trimestres y que se derivan de la incertidumbre en torno a las perspectivas de empleo, a la debilidad de los precios de los inmuebles residenciales y a las pérdidas de riqueza financiera acumuladas. Además, las condiciones para la concesión de crédito al consumo se han endurecido ligeramente a raíz de la crisis financiera (véase el recuadro titulado «Resultados de la encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro de julio de 2010» en el Boletín Mensual de agosto de 2010). En este contexto, la tasa de ahorro de los hogares, que había crecido de forma pronunciada entre mediados de 2008 y mediados de 2009, volvió a disminuir en el primer trimestre de 2010, según las cuentas integradas de la zona del euro (véase el recuadro titulado «Cuentas integradas de la zona del euro del primer trimestre de 2010» en el Boletín Mensual de agosto de 2010). Si bien la mejora de las perspectivas económicas podría haber desempeñado un papel importante en esta disminución, parte de ella también se debió, con toda probabilidad, al aumento de los costes de la energía utilizada para el consumo. Efectivamente, el ahorro tiende, en parte, a reaccionar como amortiguador de las fluctuaciones de los precios de la energía.

Después de los mínimos registrados a comienzos de 2009, la confianza de los consumidores aumentó gradualmente, favorecida por la mejora de la valoración de la situación económica general y del empleo. En el segundo trimestre de 2010, la confianza de los consumidores se mantuvo en el mismo nivel que en trimestres anteriores, pero los datos disponibles para el tercer trimestre sugieren

**Gráfico 48 Ventas del comercio al por menor y confianza del comercio al por menor y de los hogares**

(datos mensuales)



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

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

una cierta mejora adicional. De hecho, los datos más recientes muestran que la confianza se incrementó considerablemente en julio y en agosto.

Las perspectivas más favorables que se desprenden de los datos de las encuestas de opinión no se han reflejado aún en los indicadores de producción y de demanda. Las ventas del comercio al por menor descendieron un 0,1%, en tasa intertrimestral, en el segundo trimestre de 2010, tras un incremento del 0,4% en el primer trimestre (véase gráfico 48). Las matriculaciones de automóviles disminuyeron un 7,4% en el segundo trimestre del año, tras un descenso similar en el trimestre anterior. Sin embargo, esta evolución oculta importantes discrepancias entre los países, que están relacionadas, en parte, con diferencias en la reducción del impacto de los planes de estímulo, en concreto de los incentivos ofrecidos a los consumidores para sustituir los vehículos antiguos por otros nuevos. Aunque estas ayudas impulsaron las ventas de automóviles y, por tanto, el gasto en consumo en 2009, su retirada provocó una caída de las matriculaciones de automóviles en algunos países durante el primer semestre de 2010. Con todo, estos incentivos impulsaron en gran medida la compra de automóviles relativamente pequeños, mientras que, en estos momentos, la adquisición de automóviles parece estar más concentrada en el segmento de vehículos de alta gama. Como resultado, el número de matriculaciones de automóviles podría infravalorar actualmente el impacto de las compras de vehículos sobre el gasto real en consumo.

Otras medidas de carácter fiscal que afectan al consumo son la subida de los impuestos sobre el valor añadido anunciadas para el tercer trimestre de 2010 en algunos Estados miembros. Estas subidas deberían haber tenido un efecto al alza en el crecimiento del consumo en el segundo trimestre de 2010, debido a las compras anticipadas, y se prevé que tendrán un impacto adverso a partir del tercer trimestre.

## INVERSIÓN

La formación bruta de capital fijo se contrajo en la zona del euro por octavo trimestre consecutivo, desde el segundo trimestre de 2008 hasta el primer trimestre de 2010. La debilidad de la demanda, la reducida utilización de la capacidad productiva, el endurecimiento de los criterios de aprobación del crédito y la escasa confianza empresarial frenaron la inversión durante la recesión. Como la fuerza de estos factores ha ido disminuyendo progresivamente, las perspectivas han pasado a ser algo mejores y, en el segundo trimestre de este año, la inversión, en términos intertrimestrales, ha aumentado. No obstante, el fuerte crecimiento registrado en el segundo trimestre —un 1,8%, en tasa intertrimestral, frente a un descenso del 0,4% en el trimestre anterior— parece también haberse visto afectado por factores de carácter transitorio, en particular, por las condiciones meteorológicas, que provocaron que la inversión en construcción se aplazara en el primer trimestre.

La desagregación de la inversión en el segundo trimestre de 2010 no se ha publicado aún. Sin embargo, y sobre la base de la información disponible, se considera probable que el aumento de la inversión procedió, principalmente, de un repentino repunte de la inversión en construcción. No obstante, si no se tiene en cuenta la volatilidad relacionada con el mal tiempo, esta última variable debería seguir siendo débil, a causa de los ajustes efectuados en el mercado de la vivienda de diversos países de la zona del euro tras el descenso de los precios de los inmuebles residenciales. Efectivamente, la encuesta de la Comisión Europea y el índice de directores de compras sugieren que persistirá la debilidad en el sector de la construcción, aunque en menor medida que en el pasado.

Es probable que la inversión, excluida la construcción, que se compone principalmente de activos destinados a la producción de bienes y servicios, también haya aumentado en el segundo trimestre de 2010 por primera vez desde el comienzo de 2008. Durante la crisis, la reducida utilización de la capacidad

productiva, el crecimiento negativo de los beneficios y el endurecimiento de los criterios de aprobación del crédito tuvieron un efecto adverso sobre la inversión, provocando descensos muy importantes a finales de 2008 y principios de 2009. No obstante, desde mediados de 2009 la contracción de la inversión, excluida la construcción, ha sido mucho más suave, debido al fortalecimiento de la actividad económica general y a condiciones de financiación menos restrictivas. Sin embargo, cabe la posibilidad de que la continuada reestructuración de los balances en algunos sectores siga teniendo un efecto moderador sobre la inversión. La tasa de crecimiento intertrimestral de la producción de bienes de equipo, un indicador de la inversión, excluida la construcción, futura, se aceleró en el segundo trimestre de 2010, con respecto al primer trimestre. La confianza industrial mejoró en el segundo trimestre de 2010 y continuó proporcionando señales positivas en julio y en agosto. La utilización de la capacidad productiva se incrementó en julio, con respecto a abril, según la encuesta de la Comisión Europea. Los límites a la producción procedentes de factores de demanda se redujeron durante ese período, mientras que las restricciones de oferta, como la falta de equipo o de espacio y la escasez de mano de obra registraron un ligero aumento. No obstante, según la encuesta sobre préstamos bancarios de julio, los criterios de aprobación del crédito se han endurecido levemente en el segundo trimestre de 2010 en varios países (véase el recuadro titulado «Resultados de la encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro de julio de 2010» en el Boletín Mensual de agosto de 2010). En general, se espera que la inversión, excluida la construcción, se fortalezca gradualmente durante el resto del año, aunque su crecimiento será moderado, debido a que las perspectivas de la demanda interna siguen siendo débiles, así como a las restricciones de financiación, la incertidumbre general y la aún elevada capacidad productiva sin utilizar.

En resumen, se prevé que en el tercer trimestre la inversión agregada crezca a tasas más reducidas que en el segundo trimestre. Además de la desaparición de los efectos del mal tiempo sobre la inversión en construcción, también se están retirando en el tercer trimestre algunas de las medidas fiscales que sostenían la inversión en el pasado, lo que debería tener un efecto a la baja sobre el crecimiento intertrimestral de la inversión total.

### CONSUMO PÚBLICO

El consumo público ha sostenido la actividad económica durante la recesión económica, ya que algunas partidas de gasto público se han visto afectadas relativamente poco por la evolución cíclica, y en menor medida porque los Gobiernos de la zona del euro adoptaron medidas para mantener la demanda. El crecimiento intertrimestral del consumo público se elevó hasta el 0,5% en el segundo trimestre de 2010, desde el 0,2% del primer trimestre. Sin embargo, se espera que el impulso sobre la demanda interna procedente del consumo público se modere en lo que resta de 2010 y con posterioridad, como consecuencia de los esfuerzos de consolidación presupuestaria que se espera que se lleven a cabo en varios países de la zona del euro.

### EXISTENCIAS

Cuando la recesión golpeó la zona del euro, las empresas respondieron reduciendo sus existencias de forma acusada. Al recuperarse la demanda de manera gradual, el ritmo de desaccumulación de existencias se ha ralentizado, contribuyendo con ello a un crecimiento positivo del PIB desde el tercer trimestre de 2009. La contribución acumulada durante estos trimestres, que se estima en 1,5 puntos porcentuales, se corresponde básicamente con la negativa aportación acumulada durante el primer semestre de 2009. Esta evolución ha reflejado en mayor o menor medida el pronunciado descenso del crecimiento del PIB, al que ahora le sigue una recuperación cíclica. En consonancia con esta recuperación, y junto con las expectativas de una demanda creciente, la variación de existencias contribuyó considerablemente al crecimiento intertrimestral del PIB, con 0,8 puntos porcentuales, en el primer trimestre de 2010, frente a los 0,2 puntos porcentuales del segundo trimestre.

De cara al futuro, la evidencia anecdótica y las encuestas indican que las existencias se mantendrán en niveles relativamente reducidos, sugiriendo que las contribuciones al crecimiento del PIB de la zona del euro serán neutrales en los próximos trimestres. No obstante, existe cierta incertidumbre de carácter estadístico en torno a la manera en que se estiman las existencias.

## COMERCIO

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

El comercio de la zona del euro siguió creciendo a un ritmo vigoroso en el primer y segundo trimestre de 2010, impulsado por la recuperación de la economía mundial y por el aumento de la actividad económica en la zona del euro. Tanto las importaciones como las exportaciones crecieron un 4,4% en el segundo trimestre del año. Como el porcentaje de las exportaciones en el PIB es algo mayor que el de las importaciones, en el segundo trimestre de 2010 la demanda exterior neta contribuyó positivamente al crecimiento del PIB con 0,1 puntos porcentuales, mientras que la aportación realizada en el trimestre anterior fue negativa (–0,6 puntos porcentuales).

De cara al futuro, se espera que el crecimiento de la economía mundial —y de los mercados emergentes, en particular— siga siendo intenso, aunque menor que en el primer trimestre del año. Se prevén aumentos adicionales en la demanda de productos de la zona del euro, que deberían beneficiarse también de la reciente depreciación del euro. Por el contrario, dado que se espera que la recuperación de la zona del euro se modere y sea menos dinámica que el repunte de la actividad económica mundial, el crecimiento de las importaciones puede resultar ser ligeramente más lento que el de las exportaciones. Por consiguiente, es probable que la demanda exterior neta contribuya positivamente al crecimiento del PIB de la zona del euro en los próximos trimestres.

## 4.2 PRODUCTO, OFERTA Y MERCADO DE TRABAJO

Desde una perspectiva de valor añadido, ha sido el sector industrial el que ha impulsado la recuperación de la zona del euro. La rama de servicios registró un crecimiento moderado hasta finales de 2009, que se aceleró en 2010, mientras que la construcción siguió contrayéndose hasta el primer trimestre de 2010. El valor añadido total se incrementó un 0,8% en el segundo trimestre de 2010, frente a la tasa de crecimiento del 0,6% del mes anterior. La diferencia entre las tasas de crecimiento intertrimestrales del PIB y el valor añadido se debe a la inclusión en las primeras de los impuestos, descontados los subsidios, que gravan los productos, que aumentaron un 2,5%, en tasa intertrimestral, en el segundo trimestre de 2010. Sin embargo, pese a los aumentos observados recientemente, más de la mitad de las pérdidas de valor añadido registradas a causa de la recesión persisten, ya que el valor añadido ha aumentado únicamente un 1,8% desde el punto más bajo de la actividad registrado en el segundo trimestre de 2009. Los datos de las encuestas sugieren un nuevo incremento del valor añadido en el tercer trimestre de 2010, aunque a tasas más reducidas que en el trimestre anterior.

La situación de los mercados de trabajo se ha estabilizado en la zona del euro (véase más adelante la sección sobre el mercado de trabajo). El empleo no experimentó variaciones en el primer trimestre de 2010, mientras que la tasa de paro se mantuvo en el 10% desde marzo a julio de 2010.

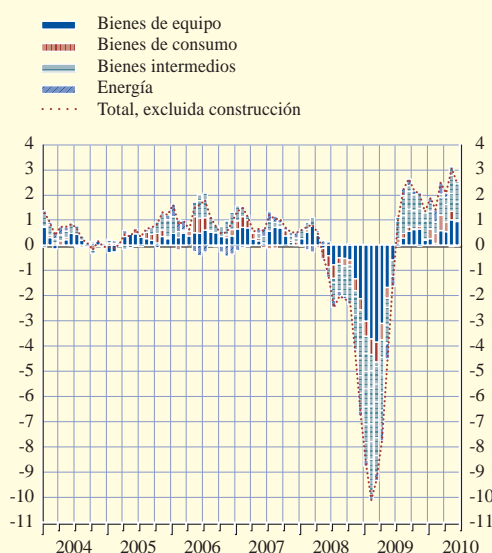
## PRODUCTO POR RAMAS DE ACTIVIDAD

El valor añadido de la industria (excluida la construcción), que ha sido el impulsor principal del aumento del valor añadido total desde el tercer trimestre de 2010, creció un 1,9% en el segundo trimestre, tras un alza del 2,3% en el primer trimestre. Esta evolución es prácticamente acorde con los datos de producción industrial. Si se consideran las principales ramas de actividad, la producción aumentó, en particular, en las de bienes intermedios y de equipo. Estas diferencias sectoriales son habituales en una etapa temprana de la recuperación, cuando normalmente se observa un crecimiento más sólido en la rama de bienes de equipo, relacionado, en parte, con la recuperación de las exportaciones.

De cara al futuro, la tendencia al alza de los nuevos pedidos industriales señala una expansión generalizada de la actividad industrial, pues cabe esperar que los pedidos recibidos aparezcan posteriormente en la producción. Este indicador se elevó significativamente más en el segundo trimestre de 2010 que en el trimestre anterior, sobre todo por los bienes de equipo. Además, los datos procedentes de las encuestas de opinión sugieren que el crecimiento de la industria siguió siendo negativo a comienzos del tercer trimestre de 2010 (véase gráfico 50). El índice de directores de compras relativo a la producción en el sector manufacturero disminuyó ligeramente en agosto, y en estos momentos se sitúa por debajo del nivel alcanzado en el segundo trimestre, aunque sigue indicando tasas de crecimiento positivas. Según las encuestas de opinión de la Comisión Europea, la confianza industrial se mantuvo estable en agosto, tras el incremento observado en julio.

**Gráfico 49 Crecimiento de la producción industrial y contribuciones**

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

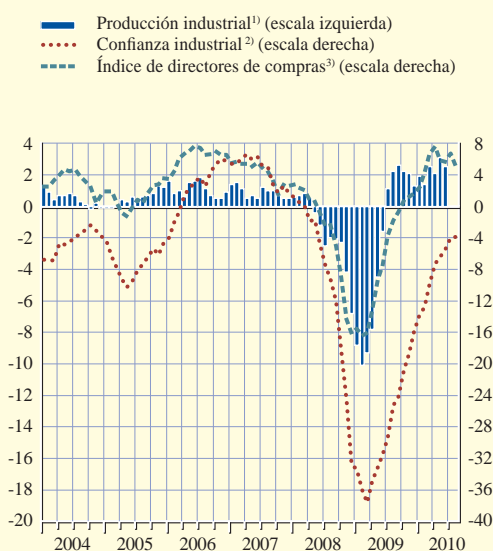


Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

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

**Gráfico 50 Producción industrial, confianza industrial e índice de directores de compras**

(datos mensuales; desestacionalizados)



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

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

1) Tasas de variación intertrimestral.

2) Saldos netos.

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

La actividad en la construcción mejoró en el segundo trimestre de 2010 por primera vez desde el primer trimestre de 2008, ya que se invirtió el descenso en la actividad observado en el primer trimestre, que había estado relacionado con el mal tiempo que afectó a muchos países de la zona del euro en los meses de invierno. El valor añadido de la construcción registró una subida del 0,5% en el segundo trimestre y se sitúa en estos momentos un 11%, aproximadamente, por debajo del nivel observado en el segundo trimestre de 2008, antes de que se iniciara la recesión económica. Si no se tiene en cuenta la reciente volatilidad, en general, la actividad constructora sigue siendo moderada, a causa de los ajustes efectuados en los mercados de trabajo de varios países de la zona del euro después de los descensos observados en los precios de los inmuebles residenciales. En lo que se refiere a las encuestas, la encuesta de la Comisión Europea y el índice de directores de compras sugieren que es posible que la actividad en construcción mantenga su debilidad más allá del segundo trimestre, pese a que mejorará con respecto a la evolución tan negativa observada anteriormente.

La actividad en el sector servicios es mucho menos sensible a la evolución cíclica que la actividad en la industria y en la construcción. El valor añadido de los servicios experimentó un incremento del 0,6% en el segundo trimestre de 2010, frente al 0,3% registrado en el primer trimestre de 2010. Por lo tanto, el valor añadido de los servicios ha contrarrestado casi el descenso observado durante la recesión. La información disponible sobre los principales subsectores de los servicios muestra que, tras las acusadas caídas observadas en torno a finales de 2008 y comienzos de 2009, el valor añadido ha crecido en los tres subsectores. De cara al futuro, los datos de las encuestas publicados recientemente indican que la rama de servicios registró un crecimiento adicional a comienzos del tercer trimestre de 2010, aunque, probablemente, a una tasa algo más reducida que en el segundo trimestre.

### MERCADO DE TRABAJO

Las mejoras en la situación de los mercados de trabajo de la zona del euro han ido a la zaga de la recuperación de la actividad económica, por lo que el empleo ha caído, en tasa intertrimestral, hasta el cuarto trimestre de 2009 y se ha estabilizado solamente en el primer trimestre de 2010, ya que las variaciones en el empleo suelen ir desfasadas con respecto a las fluctuaciones del ciclo económico. En conjunto, el empleo de la zona del euro ha resistido relativamente bien durante toda la recesión económica, considerando el fuerte descenso registrado en la actividad económica. Este hecho es atribuible, en parte, a que, en muchos países de la zona del euro, los planes especiales de reducción de jornada sostuvieron el empleo mientras se intensificaba la recesión. Una gran parte del ajuste observado en el empleo se ha producido, realmente, mediante la reducción de las horas trabajadas por persona ocupada más que mediante un incremento sustancial del desempleo. Sin embargo, la evolución de los mercados de trabajo ha sido muy diferente en las distintas economías de la zona. En general, el empleo en la industria (excluida la construcción) y en la construcción se redujo aproximadamente un 5% y un 8% desde el máximo al mínimo de la actividad, mientras que, durante el mismo período, la caída del empleo en los servicios fue considerablemente menor, cifrándose en torno a un 0,3%. El mayor descenso que se observa en la construcción se explica, en parte, por el exceso de capacidad productiva que afecta a esta rama de actividad en algunos países de la zona del euro y por el hecho de que la actividad constructora suele emplear a un gran número de trabajadores con carácter temporal, lo que hace que el empleo sea más flexible. Con todo, la recesión económica también obstaculizó el crecimiento de la oferta de trabajo en la zona del euro, que previamente había tendido al alza.

El empleo no experimentó variaciones, en términos intertrimestrales, en el primer trimestre de 2010, y registró la primera tasa de variación intertrimestral no negativa desde el segundo trimestre de 2008. Este hecho, determinado en gran medida por la rama de servicios, constituye una considerable mejora con respecto a los descensos observados en los trimestres anteriores, que fueron particularmente acusados



**Cuadro 8 Crecimiento del empleo**

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

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

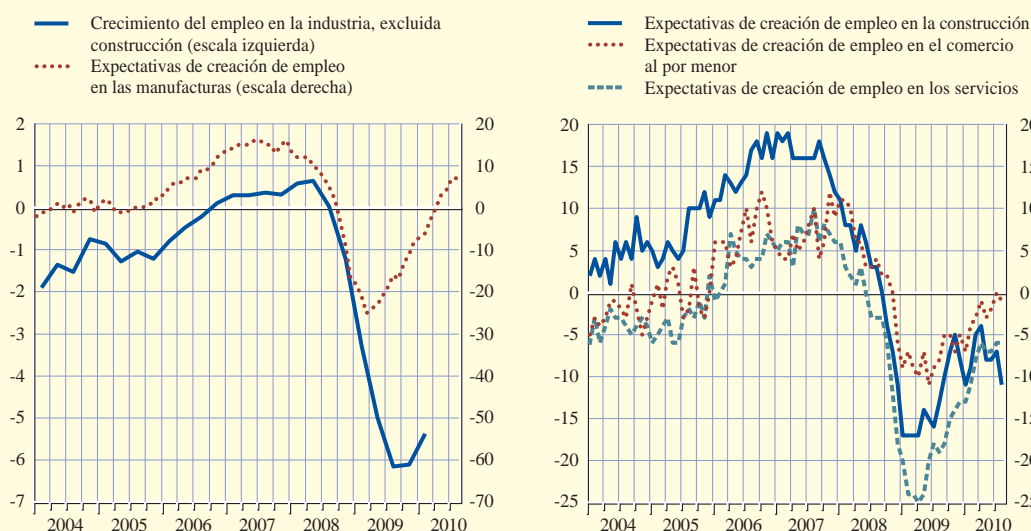
Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

1) Incluye también educación, salud y otros servicios.

en los tres primeros trimestres de 2009 (véase cuadro 8). A nivel sectorial, el empleo continuó cayendo, aunque a un ritmo menor, en la industria manufacturera (industria, excluida la construcción), reduciéndose un 0,9%, en tasa intertrimestral, frente al 1,1% del trimestre anterior. Las condiciones meteorológicas inusualmente adversas del invierno pasado dieron lugar a una mayor caída del empleo en la construcción, que se cifró en el 1,5%, en tasa intertrimestral, frente al 0,4% del cuarto trimestre de 2009. Sin embargo, se espera que esta tendencia se invierta en el segundo trimestre del año. Por el contrario, el empleo creció un 0,4% en los servicios, tras registrar pequeños descensos o permanecer estabilizado desde el segundo trimestre 2008. Todos los subsectores de la rama de servicios registraron aumentos, a excepción del comercio y el transporte, donde el empleo se mantuvo después de haberse observado acusadas reducciones en los trimestres anteriores (véase gráfico 51).

**Gráfico 51 Crecimiento del empleo y expectativas de creación de empleo**

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



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

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

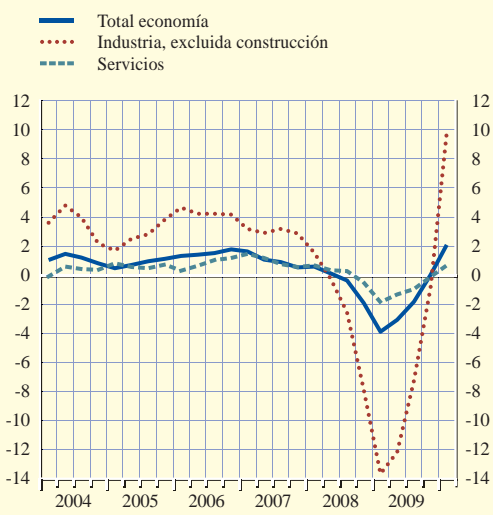
Los datos del total de horas trabajadas muestran solo una reducción moderada, en términos intertrimestrales, en el primer trimestre de 2010, tras un pequeño incremento en el cuarto trimestre de 2009 e importantes descensos en los trimestres anteriores. La reducción intertrimestral de las horas trabajadas en los tres primeros meses del año reflejó una fuerte disminución en la construcción, consecuencia, probablemente, de la reducción de la actividad en este sector a causa de las adversas condiciones meteorológicas, y, en menor medida, en las manufacturas, mientras que, en los servicios, las horas trabajadas aumentaron. No obstante, cabe observar que, con frecuencia, la evolución sectorial esta sujeta a revisiones, como se explica de manera más detallada en el recuadro que trata de los datos en tiempo real para la zona del euro (véase recuadro 5).

La recuperación del crecimiento del producto en la zona del euro, junto con la reducción del empleo, dio lugar a que, en 2009, se registraran pequeños descensos interanuales de la productividad. El crecimiento adicional del PIB que se produjo en el primer trimestre de 2010, en conjunción con un empleo estable, determinó un incremento interanual de la productividad del 2,1%, dado el reducido nivel observado en el mismo trimestre de 2009 (véase gráfico 52). La evolución de la productividad del trabajo por hora trabajada ha mostrado un patrón similar. En particular, esta variable registró el primer aumento en términos interanuales en el cuarto trimestre de 2009, y creció un 1,3% en el primer trimestre de 2010. La menor tasa de crecimiento de la productividad por hora, con respecto a la productividad por persona ocupada, refleja el crecimiento de las horas trabajadas por asalariado en términos anuales.

Tras aumentar gradualmente durante casi dos años, en julio la tasa de desempleo de la zona se mantuvo sin cambios en el 10%, por quinto mes consecutivo (véase gráfico 53). Los últimos datos muestran una estabilización general en los mercados de trabajo, aunque la tasa de paro sigue siendo elevada. De cara al futuro, las expectativas de creación de empleo han mejorado con respecto a sus mínimos, lo que sugiere que el paro no debería aumentar de manera significativa en los meses próximos.

**Gráfico 52 Productividad del trabajo**

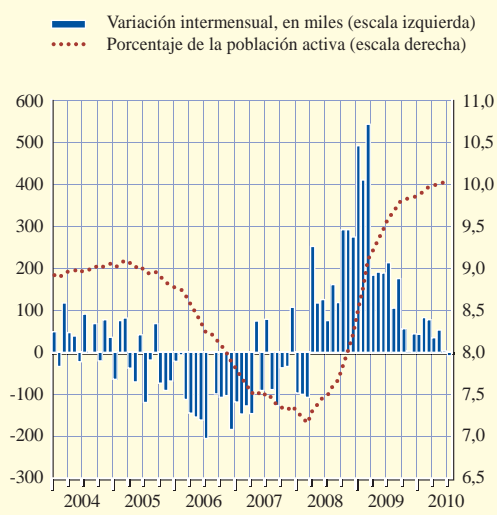
(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

**Gráfico 53 Desempleo**

(datos mensuales desestacionalizados)



Fuente: Eurostat.

## Recuadro 5

## UNA BASE DE DATOS EN TIEMPO REAL PARA LA ZONA DEL EURO

Hace unos meses, el BCE puso a disposición del público en su «Statistical Data Warehouse» (SDW) una base de datos en tiempo real (RTDB) para la zona del euro<sup>1</sup>. El objetivo de este recuadro es ofrecer una visión general de la información que contiene dicha base de datos, así como algunos hechos ilustrativos que pueden obtenerse de esta compilación de versiones de los datos.

La base de datos se ha desarrollado en el contexto del proyecto RTDB, coordinado por la red de estudio del ciclo económico de la zona del euro (*Euro Area Business Cycle Network*). El objetivo ha sido proporcionar un conjunto estructurado de datos en tiempo real a los que el público, y especialmente los investigadores interesados en el alcance y en los efectos de las revisiones efectuadas en los datos macroeconómicos, pudieran acceder fácilmente.

En la base de datos se recopilan las series temporales que se publican regularmente en el Boletín Mensual. En la sección «Estadísticas de la zona del euro», del Boletín, se incluye la última actualización de los datos correspondiente al día anterior a la primera reunión del Consejo de Gobierno del mes. Si bien en el Boletín Mensual solo se recogen los últimos datos, la RTDB presenta, en formato electrónico, versiones sucesivas de las series temporales de distintas variables macroeconómicas de la zona del euro correspondientes al momento de su publicación, es decir, antes de que se realicen revisiones. A estos conjuntos de datos se les suele denominar «en tiempo real».

La RTDB permite a los usuarios efectuar análisis comparativos de un gran número de variables macroeconómicas, dado que contiene 230 indicadores, aproximadamente. En el caso de la mayoría de las variables, las versiones de los datos se inician en enero de 2001, aunque en el de un subconjunto seleccionado de 38 series temporales clave (las que se consideran más relevantes para el análisis económico y econométrico), se han incluido versiones a partir de octubre de 1999. El horizonte temporal de las series se remonta, en general, hasta mediados de los años noventa, pero puede llegar a 35 años en algunos casos (por ej., en las series de Estados Unidos)<sup>2</sup>.

La RTDB se basa en un enfoque de «instantáneas», es decir, muestra la información tal y como estaba disponible en el momento en que se tomó la instantánea, lo que supone que, para cualquier serie dada, la metodología empleada puede cambiar de conformidad con los conceptos utilizados para los datos que se publican en el Boletín Mensual. Por ejemplo, la cobertura de los países varía en las diversas versiones, como consecuencia de las ampliaciones sucesivas de la zona del euro.

La imprecisión de los datos, que se refleja en las revisiones, puede ser ciertamente importante en algunos indicadores económicos. Este hecho supone, entre otras cosas, que evaluar las políticas aplicadas utilizando los datos revisados puede llevar a conclusiones erróneas, en la medida en que las decisiones se tomaron en función de los datos de que se disponía en aquel momento, pero que se revisaron significativamente con posterioridad<sup>3</sup>. La investigación académica ha documentado la relevancia empírica

1 Véase el «Statistical Data Warehouse», en la sección «Statistics» del sitio web del BCE.

2 En D. Giannone, J. Henry, M. Lalik y M. Modugno (2010), «An area-wide real-time database for the euro area», *Working Paper Series*, n.º 1145, BCE, Fráncfort del Meno, enero, se encuentra una descripción más detallada del conjunto de datos. En el artículo se documentan las propiedades del flujo de datos en tiempo real y de las revisiones, y se explica, en particular, cómo dichas revisiones pueden introducir incertidumbre en indicadores macroeconómicos y en conceptos clave, tales como la tasa de paro no aceleradora de la inflación (NAIRU).

3 Véase A. Orphanides, «Monetary policy rules based on real-time data», *American Economic Review*, vol. 91, n.º 4, 2001, pp. 964-985.

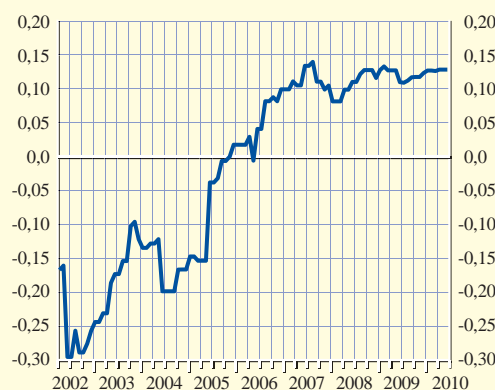
de las revisiones para el análisis no solo de la política monetaria, sino también de la fiscal, así como de otras políticas<sup>4</sup>. El análisis de los datos en tiempo real también es relevante para el diseño de modelos econométricos de predicción adecuados. Si las revisiones de los datos son importantes, las herramientas deben ser robustas a esta imprecisión de los datos, es decir, deben dar más peso a los datos que tienen menos probabilidad de verse sometidos a revisiones importantes. La imprecisión de los datos podría contribuir a que se produzcan errores de predicción, lo que tendría un impacto en la formación de expectativas de los agentes económicos y afectaría, también, a los parámetros que se estiman en una versión dada de los datos<sup>5</sup>.

En el gráfico A se presenta un ejemplo de la imprecisión mencionada. El gráfico muestra las tasas de crecimiento intertrimestral del PIB en el último trimestre de 2001 publicadas de abril de 2002 a junio de 2010. Puede observarse que lo que se consideró inicialmente un período de crecimiento negativo pasó a verse en última instancia como un período de crecimiento positivo. Las principales revisiones se produjeron a finales de 2005, como consecuencia de la introducción del encadenamiento de las series a precios constantes<sup>6</sup>. No obstante, las revisiones del crecimiento del PIB real de la zona del euro son limitadas, en general, comparadas con las que afectan al PIB de Japón y de Estados Unidos. Al mismo tiempo, los componentes del PIB de la zona del euro suelen verse afectados por las revisiones en mayor medida que el propio PIB, sobre todo la inversión y las exportaciones.

- 4 Véanse J. Címadomo, «Fiscal policy in real-time data», *Working Paper Series*, n.º 919, BCE, Fráncfort del Meno, julio de 2008, y D. Croushore, «Forecasting with real-time macroeconomic data», en G. Elliot, CWJ Granger y A. Timmermann (eds.), *Handbook of Economic Forecasting*, North-Holland, Amsterdam, 2006, pp. 961-982.
- 5 Véanse, por ejemplo, N. G. Mankiw y M. D. Shapiro (1986), «News or Noise: An Analysis of GNP Revisions», *Survey of Current Business*, Bureau of Economic Analysis, mayo, pp. 20-25, y H. Pesaran y A. Timmermann (2005), «Real-Time Econometrics», *Econometric Theory*, vol. 21, pp. 212-231.
- 6 Para un análisis de las fuentes de revisión de tales datos macroeconómicos, véase M. Branchi, et ál., *Analysis of revisions to general economic statistics*, *Occasional Paper Series*, n.º 74, BCE, Fráncfort del Meno, octubre de 2007.

**Gráfico A Tasa de crecimiento del PIB real de la zona del euro en el cuarto trimestre de 2001, como se recoge en sucesivos boletines mensuales**

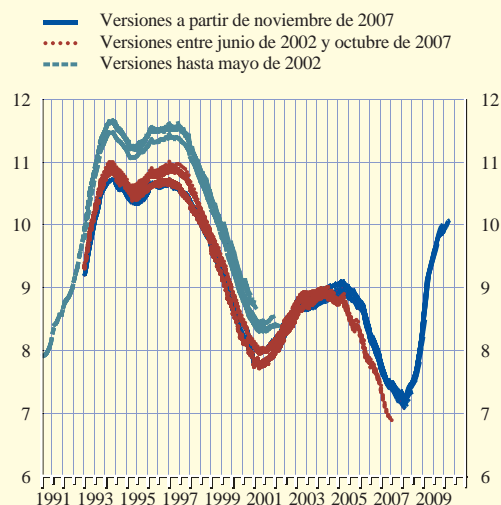
(tasas de variación; tasa de crecimiento intertrimestral)



Fuente: Base de datos en tiempo real del BCE.

**Gráfico B Versiones de la tasa de desempleo de la zona del euro**

(en porcentaje de la población activa)



Fuente: Bases de datos en tiempo real del BCE.

Nota: Las distintas líneas muestran las series de desempleo para todas las versiones disponibles. En cualquier punto, cada línea indica el nivel de la tasa de paro en ese momento exacto, según la versión respectiva.

Una de las variables que se ha visto sometidas a importantes revisiones es la tasa de desempleo, cuyas series temporales se muestran en el gráfico B. Las líneas individuales corresponden a las series temporales tal y como estaban en el momento de publicación del Boletín Mensual, de enero de 2001 a junio de 2010. La mayor parte de las revisiones se debieron a la armonización de las definiciones de desempleo y de las fuentes de datos de los distintos países.

Las revisiones de las cifras de precios y costes también pueden ser sustanciales (aunque las revisiones del IAPC son extremadamente limitadas). Como muestra, en el cuadro siguiente se presentan algunas estadísticas que resumen las revisiones del índice de costes laborales por hora. De nuevo, una fuente importante de revisiones es la armonización de estadísticas en el seno de la UE. Las revisiones son considerables en los diferentes sectores de la actividad económica. Por ejemplo, la desviación típica de las revisiones de los costes laborales por hora de los servicios es tan grande como para suponer los dos tercios de la desviación típica de la propia serie. Sin embargo, las revisiones tienden a promediarse entre los sectores, lo que significa que las revisiones de las medidas agregadas son menos importantes<sup>7</sup>.

La base de datos, que se actualiza trimestralmente, se ha puesto a disposición del público de manera gratuita en el «Statistical Data Warehouse» del BCE, con el fin de facilitar la investigación empírica sobre cuestiones en tiempo real en la zona del euro. Este conjunto de datos debería contribuir especialmente a fomentar la investigación en temas de importancia, tales como la evaluación de políticas, la evaluación de predicciones, la formación de expectativas y los modelos de predicción de la zona del euro.

<sup>7</sup> Las revisiones agregadas podrían ser también menores a consecuencia de las diferencias de cobertura entre el índice total y sus componentes.

#### Revisiones de la tasa de crecimiento interanual de los índices de costes laborales por hora (basada en versiones de enero de 2001 a junio de 2010)

(tasas de variación interanual; puntos porcentuales)

	Total	Por componente		Por determinadas actividades económicas		
		Sueldos y salarios	Cotizaciones a cargo de la empresa	Industrias extractivas, industria manufacturera y energía	Construcción	Servicios
	1	2	3	4	5	6
<b>Media</b>						
	2,85	2,85	3,12	3,14	2,97	2,75
<b>Media de las revisiones</b>						
4 meses	-0,08	0,01	-0,39	-0,05	-0,27	-0,19
6 meses	-0,08	0,02	-0,34	-0,03	-0,30	-0,17
8 meses	-0,03	0,01	-0,19	0,00	-0,20	-0,11
12 meses	-0,01	0,00	-0,14	0,05	-0,21	-0,11
16 meses	0,03	0,03	-0,03	0,02	-0,05	-0,03
<b>Desviación típica</b>						
	0,62	0,62	1,18	1,02	1,10	0,67
<b>Desviación típica de las revisiones</b>						
4 meses	0,28	0,33	0,88	0,38	0,64	0,56
6 meses	0,25	0,32	0,81	0,35	0,64	0,46
8 meses	0,24	0,28	0,73	0,34	0,55	0,42
12 meses	0,20	0,21	0,58	0,32	0,51	0,37
16 meses	0,21	0,24	0,41	0,27	0,50	0,39

Nota: Por ejemplo, «4 meses» se refiere a la diferencia entre la estimación realizada cuatro meses después del período de referencia y la estimación efectuada dos años después del período de referencia.

### 4.3 PERSPECTIVAS DE LA ACTIVIDAD ECONÓMICA

El crecimiento en curso a escala mundial y su efecto sobre la demanda de exportaciones de la zona, así como la orientación acomodaticia de la política monetaria y las medidas adoptadas para restablecer el funcionamiento del sistema financiero, deberían seguir sosteniendo la economía de la zona del euro. No obstante, se prevé que el proceso de ajuste de los balances que está teniendo lugar actualmente en varios sectores y las perspectivas de los mercados de trabajo moderen el ritmo de la recuperación.

Este análisis es prácticamente acorde con las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro de septiembre de 2010, según las cuales el crecimiento interanual del PIB real se situará en un intervalo comprendido entre el 1,4% y el 1,8% en 2010, y entre el 0,5% y el 2,3% en 2011 (véase recuadro 6). Si se comparan con las de junio de 2010, las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema, el intervalo estimado para el crecimiento del PIB real de este año se ha revisado al alza, debido a un repunte del crecimiento económico en el segundo trimestre mayor del esperado y a una evolución mejor de la prevista en los meses de verano. Para 2011, el intervalo también se ha revisado al alza, y refleja principalmente el efecto arrastre del mayor crecimiento estimado hacia finales de 2010. Como sigue reinando la incertidumbre, los riesgos para las perspectivas económicas siguen tendiendo ligeramente a la baja. Por una parte, el comercio mundial puede que continúe teniendo un comportamiento mejor del previsto, respaldando con ello las exportaciones de la zona del euro. Por otra parte, sigue preocupando el recrudecimiento de las tensiones en los mercados financieros y cierta incertidumbre sobre las perspectivas de crecimiento de otras economías avanzadas y a nivel mundial. Además, los riesgos a la baja están relacionados con nuevas subidas de los precios del petróleo y de otras materias primas, con las presiones proteccionistas y con la posibilidad de que se produzca una corrección desordenada de los desequilibrios mundiales.

#### Recuadro 6

#### PROYECCIONES MACROECONÓMICAS ELABORADAS POR LOS EXPERTOS DEL BCE PARA LA ZONA DEL EURO

A partir de los datos disponibles hasta el 20 de agosto de 2010, los expertos del BCE han elaborado una serie de proyecciones sobre la evolución macroeconómica de la zona del euro<sup>1</sup>. De acuerdo con estas proyecciones, el crecimiento medio anual del PIB real se situará en un intervalo comprendido entre el 1,4% y el 1,8% en 2010, y entre el 0,5% y el 2,3% en 2011, y la inflación se mantendrá en general estable en un intervalo comprendido entre el 1,5% y el 1,7% en 2010, y entre el 1,2% y el 2,2% en 2011.

1 Las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE complementan las proyecciones macroeconómicas del Eurosistema que elaboran conjuntamente los expertos del BCE y los de los bancos centrales nacionales de la zona del euro con periodicidad semestral. Las técnicas utilizadas son coherentes con las de las proyecciones del Eurosistema, descritas en la publicación titulada «A guide to Eurosystem staff macroeconomic projection exercises» (BCE, junio de 2001), que puede consultarse en la dirección del BCE en Internet. Con objeto de expresar el grado de incertidumbre que rodea las proyecciones, se presentan, para cada variable, intervalos basados en las diferencias entre las cifras observadas y las proyecciones elaboradas en los últimos años. La amplitud de estos intervalos es dos veces el valor absoluto medio de esas diferencias. La técnica utilizada, que prevé una corrección para tener en cuenta acontecimientos excepcionales, se explica en la publicación titulada «New procedure for constructing Eurosystem and ECB staff projection ranges» (BCE, diciembre de 2009), que también puede consultarse en la dirección del BCE en Internet.



### Supuestos técnicos relativos a los tipos de interés, los tipos de cambio, los precios de las materias primas y las políticas fiscales

Los supuestos técnicos relativos a los tipos de interés y a los precios de las materias primas energéticas y no energéticas se basan en las expectativas de los mercados hasta el 13 de agosto de 2010<sup>2</sup>. El supuesto sobre los tipos de interés a corto plazo tiene un carácter puramente técnico. Los tipos de interés a corto plazo se miden por el EURIBOR a tres meses y las expectativas de los mercados se basan en los tipos de interés de los futuros. Esta metodología implica un nivel general medio de los tipos de interés a corto plazo del 0,8% en 2010 y del 1,1% en 2011. Los supuestos técnicos relativos al rendimiento nominal de la deuda pública a diez años de la zona del euro también se derivan de las expectativas de los mercados e implican un nivel medio del 3,6% en 2010 y del 3,8% en 2011<sup>3</sup>. El escenario de referencia de las proyecciones tiene en cuenta nuevas mejoras en las condiciones de financiación y, en consecuencia, estima que los diferenciales de los préstamos bancarios respecto de los tipos de interés antes mencionados se estabilizarán o reducirán ligeramente y que las condiciones crediticias se suavizarán a lo largo del horizonte temporal considerado. En cuanto a las materias primas, sobre la base de la trayectoria implícita en los mercados de futuros en las dos semanas previas a la fecha de cierre de los datos, se estima que los precios del petróleo se situarán, en promedio, en 78,8 dólares estadounidenses por barril en 2010 y en 84,0 en 2011, mientras que los precios de las materias primas no energéticas en dólares estadounidenses se recuperarán con fuerza, hasta un 39,1% en 2010 y un 11,0% adicional en 2011.

Se parte del supuesto de que, durante el horizonte abarcado por las proyecciones, los tipos de cambio bilaterales permanecerán estables en los niveles medios registrados en las dos semanas previas a la fecha de cierre de los datos, lo que implica que el tipo de cambio entre el dólar estadounidense y el euro será de 1,31 durante todo el período y que el tipo de cambio efectivo del euro se depreciará, en promedio, un 6,5% en 2010 y un 1,4% adicional en 2011.

Los supuestos relativos a la política fiscal se basan en los planes presupuestarios nacionales de cada uno de los países de la zona del euro, a fecha de 17 de agosto de 2010, e incluyen todas las medidas que ya han sido aprobadas por los Parlamentos nacionales o que han sido concretadas por los Gobiernos y probablemente se aprueben tras su tramitación legislativa.

### Supuestos relativos al entorno internacional

Aunque la recuperación de la economía mundial continúa, las menores contribuciones del ciclo de existencias y de los estímulos fiscales se traducirán en un ritmo más lento en el segundo semestre de 2010. Posteriormente, la progresiva normalización de los mercados financieros así como las mejoras de la confianza y del mercado de trabajo apoyarán la actividad mundial. En la mayoría de las economías emergentes el crecimiento parece vigoroso, lo que contrasta con la recuperación más moderada de las economías avanzadas, donde la confluencia de unas perspectivas de debilidad del mercado de trabajo con el proceso de desapalancamiento lastrará el crecimiento, de manera que en algunas de ellas per-

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

3 El supuesto técnico sobre el tipo de interés a largo plazo para la zona del euro se calcula hasta la fecha de cierre de los datos como la media de los rendimientos de los bonos de referencia a diez años de los países, ponderada por las cifras del PIB anual. A continuación, se prolonga en el horizonte de las proyecciones utilizando el perfil de la trayectoria futura derivada de la curva de rendimientos de la zona del euro elaborada por el BCE.

sistirá el exceso de capacidad productiva, pese a la recuperación proyectada durante todo el horizonte considerado. El PIB real mundial fuera de la zona del euro crecerá, en promedio, un 5,1% en 2010 y un 4,4% en 2011. Como reflejo de la notable recuperación del comercio mundial, el crecimiento de los mercados de exportación de la zona del euro aumentará hasta el 10,4% en 2010 y el 7,1% en 2011.

### Proyecciones relativas al crecimiento del PIB real

El crecimiento del PIB real de la zona del euro se recuperó vigorosamente en el segundo trimestre de 2010. La información disponible sugiere que la demanda interna aumentó con fuerza, en parte debido a que la inversión se incrementó notablemente una vez superadas las adversas condiciones meteorológicas del primer trimestre, y que la demanda exterior neta y las existencias también contribuyeron al crecimiento. Durante el resto de 2010, como se previó anteriormente, la tasa de crecimiento disminuirá ligeramente, a medida que los factores que impulsaron el crecimiento temporalmente en la fase inicial de la recuperación —como los estímulos fiscales, el ciclo de existencias y el repunte del comercio— pierdan algo de fuerza. Más a largo plazo, se proyecta una recuperación de la actividad económica, respaldada por la mejora de las exportaciones, y el aumento gradual de la demanda interna, como reflejo de los efectos de anteriores medidas de política monetaria y de los significativos esfuerzos por restablecer el funcionamiento del sistema financiero. No obstante, en comparación con anteriores ciclos, la recuperación será bastante moderada, debido a la necesidad de ajustes en los balances en varios sectores. El consumo privado también se verá afectado por la modesta evolución de la renta. Estas perspectivas también tienen en cuenta los ajustes fiscales en curso dirigidos a consolidar la confianza en la sostenibilidad a medio plazo de las finanzas públicas. En términos anuales, tras un descenso del 4,0% en 2009, el crecimiento del PIB real repuntará, aunque se mantendrá moderado durante el período considerado, situándose en un intervalo comprendido entre el 1,4% y el 1,8% en 2010, y entre el 0,5% y el 2,3% en 2011. Puesto que las estimaciones de crecimiento potencial anual también serán inferiores a las anteriores a la crisis, la brecha de producción se reducirá durante el horizonte que abarcan las proyecciones.

### Cuadro A Proyecciones macroeconómicas para la zona del euro

(tasas medias de variación anuales) <sup>1), 2)</sup>

	2009	2010	2011
IAPC	0,3	1,5 - 1,7	1,2 - 2,2
PIB real	-4,0	1,4 - 1,8	0,5 - 2,3
Consumo privado	-1,1	0,0 - 0,4	-0,1 - 1,5
Consumo público	2,6	0,3 - 1,3	-0,1 - 1,1
Formación bruta de capital fijo	-11,0	-2,3 - -0,7	-1,6 - 3,0
Exportaciones (bienes y servicios)	-13,2	7,4 - 10,0	2,9 - 9,3
Importaciones (bienes y servicios)	-11,8	5,8 - 8,2	1,6 - 7,8

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

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

### Proyecciones sobre precios y costes

Tras situarse en el 1,6% en agosto, las proyecciones indican que la inflación general medida por el IAPC aumentará ligeramente hacia finales de año, debido en gran medida a los efectos de la evolución de los precios de las materias primas. Posteriormente, mientras la inflación importada se moderará, las presiones internas sobre los precios se intensificarán conforme se produce una mejora gradual de la actividad, lo que se traducirá en un lento aumento de la inflación medida por el IAPC excluidos los

alimentos y la energía. No obstante, en general, las presiones inflacionistas se mantendrán contenidas hasta 2011 y la inflación medida por el IAPC permanecerá estable en tasas anuales comprendidas entre el 1,5% y el 1,7% en 2010, y el 1,2% y el 2,2% en 2011. El crecimiento de la remuneración por hora en la zona del euro se reducirá en 2010 y apenas se esperan presiones adicionales sobre los salarios en 2011, debido a que la situación de los mercados de trabajo sigue siendo débil. Teniendo en cuenta la intensa recuperación esperada de la productividad del trabajo, el perfil de salarios proyectado entraña un importante descenso de los costes laborales unitarios en 2010, lo cual permitirá, a su vez, que los márgenes de beneficios se recuperen vigorosamente de la notable contracción experimentada en 2009 y que después crezcan más moderadamente.

### Comparación con las proyecciones de junio de 2010

En comparación con las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema publicadas en el Boletín Mensual de junio de 2010, el intervalo proyectado para el crecimiento del PIB real en 2010 se sitúa muy por encima del intervalo anterior, como reflejo fundamentalmente del repunte más intenso de lo previsto del crecimiento en el segundo trimestre, así como de los indicios conforme avanza el año de una evolución mejor que la esperada. El intervalo para 2011 se ha revisado ligeramente al alza, como reflejo principalmente de efectos arrastre derivados del crecimiento más vigoroso proyectado hacia finales de 2010.

Respecto de la inflación medida por el IAPC, el intervalo para 2010 se ha ajustado levemente al alza en relación con el de junio de 2010, mientras que para 2011 se ha corregido ligeramente al alza el extremo inferior.

### Cuadro B Comparación con las proyecciones de junio de 2010

(tasas medias de variación anuales)

	2009	2010	2011
PIB real – Junio 2010	-4,1	0,7 - 1,3	0,2 - 2,2
PIB real – Septiembre 2010	-4,0	1,4 - 1,8	0,5 - 2,3
IAPC – Junio 2010	0,3	1,4 - 1,6	1,0 - 2,2
IAPC – Septiembre 2010	0,3	1,5 - 1,7	1,2 - 2,2

### Comparación con las previsiones de otras instituciones

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

Según las previsiones actualmente disponibles elaboradas por otros organismos e instituciones, el crecimiento del PIB real de la zona del euro se situará entre el 0,9% y el 1,2% en 2010. Este intervalo está por debajo del estimado en las proyecciones de los expertos del BCE y probablemente obedezca a que las previsiones se elaboraron antes de la publicación de los datos que revelan un fuerte

crecimiento en el segundo trimestre del año. Las previsiones para 2011 estiman un intervalo comprendido entre el 1,3% y el 1,8%, que se encuentra claramente dentro del proyectado por los expertos del BCE. En cuanto a la inflación, las previsiones disponibles consideran que en 2010 la inflación anual media medida por el IAPC se situará en un intervalo comprendido entre el 1,1% y el 1,5%, ligeramente inferior al de las proyecciones de los expertos del BCE. Las previsiones para 2011 estiman que la inflación medida por el IAPC se situará entre el 1,0% y el 1,7%, encuadrándose todas ellas, excepto las de la OCDE, dentro del intervalo de las proyecciones elaboradas por los expertos del BCE.

**Cuadro C Comparación entre previsiones de crecimiento del PIB real y de la inflación medida por el IAPC de la zona del euro**

(tasas medias de variación anuales)

	Fecha de publicación	Crecimiento del PIB		Inflación medida por el IAPC	
		2010	2011	2010	2011
OCDE	Mayo 2010	1,2	1,8	1,4	1,0
Comisión Europea	Mayo 2010	0,9	1,5	1,5	1,7
FMI	Julio 2010	1,0	1,3	1,1	1,3
Encuesta a expertos en previsión económica	Julio 2010	1,1	1,4	1,4	1,5
Consensus Economics Forecasts	Agosto 2010	1,2	1,4	1,5	1,6
Proyecciones elaboradas por los expertos del BCE	Septiembre 2010	1,4 - 1,8	0,5 - 2,3	1,5 - 1,7	1,2 - 2,2

Fuentes: Previsiones de primavera de la Comisión Europea, mayo de 2010; Perspectivas de la Economía Mundial del FMI, abril de 2010, para la inflación, y actualización de las Perspectivas de la Economía Mundial, julio de 2010, para el crecimiento del PIB; Economic Outlook de la OCDE, mayo de 2010; Consensus Economics Forecasts y encuesta del BCE a expertos en previsión económica.

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

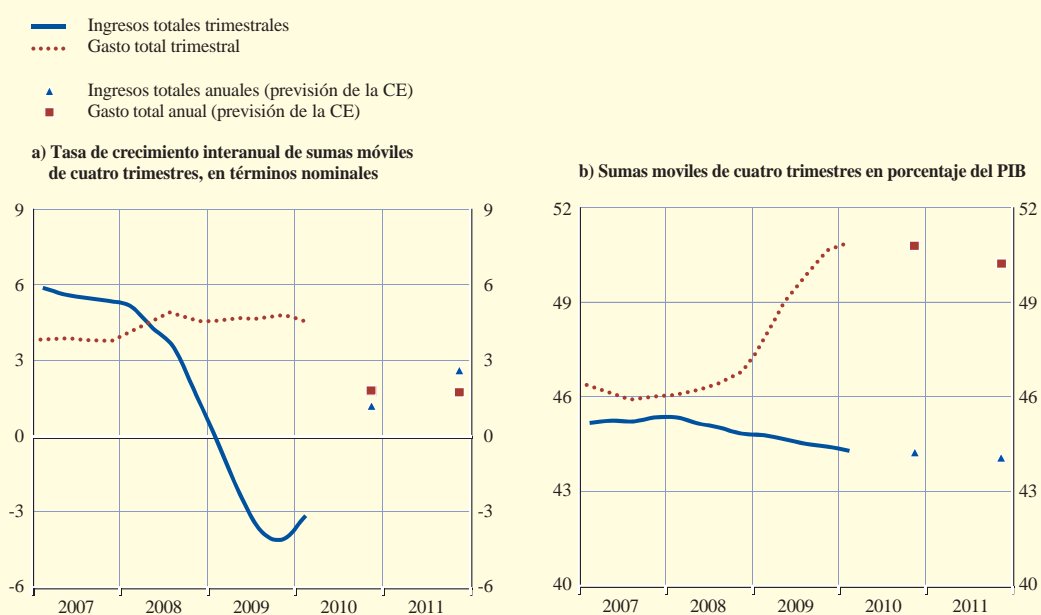
## 5 EVOLUCIÓN DE LAS FINANZAS PÚBLICAS

Las estadísticas trimestrales más recientes de las finanzas públicas de la zona del euro y la evolución observada en varios países de la zona confirman, en líneas generales, la estabilización prevista de las finanzas públicas para 2010. Por consiguiente, se considera que este año constituirá un punto de inflexión y supondrá el fin del acusado aumento de los déficits antes de que se produzcan las reducciones previstas a partir de 2011. Es esencial que los Gobiernos sigan atentamente la ejecución de los presupuestos de 2010 y elaboren presupuestos para 2011, y planes a medio plazo, ambiciosos. También deben estar preparados para acelerar la consolidación en caso necesario, con el fin de corregir sus déficits excesivos en los plazos fijados en las recomendaciones del Consejo y retornar con rapidez a unas finanzas públicas saneadas y sostenibles. A este respecto, las orientaciones adoptadas por el Consejo Europeo a partir del informe preliminar del grupo de trabajo sobre gobernanza económica son bienvenidas, y deben ponerse en práctica sin dilación.

### EVOLUCIÓN DE LAS FINANZAS PÚBLICAS EN LA ZONA DEL EURO EN 2010

Las estadísticas trimestrales más recientes de las finanzas públicas, disponibles hasta el primer trimestre de 2010, son acordes con la estabilización de las finanzas públicas esperada en las previsiones económicas de primavera de 2010 de la Comisión Europea. Concretamente, los datos de la zona del euro apuntan a una recuperación del crecimiento de los ingresos públicos en términos nominales. Aunque el crecimiento de los ingresos siguió siendo negativo en el primer trimestre de 2010 (en tasas de crecimiento interanual de sumas móviles de cuatro trimestres), fue superior al registrado al final de 2009, y se prevé que vuelva a ser positivo en los últimos meses de este año y que continúe aumentando en 2011 (véase gráfico 54a). Al mismo tiempo, el gasto público en términos nominales se redujo ligeramente en el primer trimestre de 2010, en consonancia con las expectativas de la Comisión de que el crecimiento

Gráfico 54 Estadísticas y previsiones trimestrales de las finanzas públicas en la zona del euro



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

del gasto disminuirá en 2010 y 2011. Las ratios de ingresos y de gasto en relación con el PIB de la zona del euro observadas en el primer trimestre de 2010 confirman el patrón que indicaba la previsión de la Comisión de que la ratio de gasto se estabilizará en 2010 antes de experimentar un descenso moderado en 2011, mientras que se espera que la ratio de ingresos siga reduciéndose en 2010-2011 (véase gráfico 54b).

En definitiva, se considera que 2010 constituirá un punto de inflexión para las finanzas públicas de la zona del euro. Tras el acusado deterioro registrado en 2009, se espera que el déficit público de la zona quede prácticamente estabilizado en 2010. El ligero aumento previsto del déficit está impulsado, principalmente, por factores cíclicos todavía desfavorables y, en menor medida, por el persistente impacto de las medidas de estímulo fiscal, por algunas reducciones de ingresos y por un leve repunte de los pagos de intereses. Se prevé que la orientación fiscal de la zona del euro, en términos de la variación del saldo presupuestario primario ajustado de ciclo, sea básicamente neutral en 2010, iniciando con ello una inversión desde la orientación expansiva existente en 2008-2009 hacia el endurecimiento esperado en 2011.

Se considera que la ratio de deuda pública de la zona del euro continuará aumentando con rapidez en 2010, aunque a un ritmo más lento que en 2009. En años anteriores, la ratio de deuda había aumentado con más celeridad de lo que indicaba el déficit público, debido al acusado descenso del PIB nominal y de los considerables ajustes déficit-deuda, que se debieron fundamentalmente a las medidas de apoyo al sector financiero<sup>1</sup>. En cambio, se espera que el aumento de la ratio de deuda sea inferior al de la ratio de déficit en 2010, y especialmente en 2011, como consecuencia de unos efectos más favorables del crecimiento del PIB nominal, así como a la disminución de los ajustes déficit-deuda (véase gráfico 55).

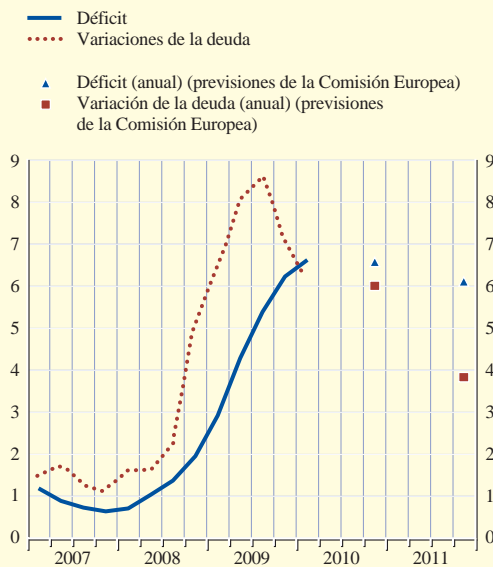
#### EVOLUCIÓN PRESUPUESTARIA ACTUAL Y PLANES PARA 2011 Y PARA AÑOS POSTERIORES

Dado que la mayor parte de los países de la zona del euro está preparando actualmente sus proyectos de presupuestos para 2011 y actualizando sus planes presupuestarios a medio plazo, en este momento solo puede realizarse una valoración provisional de las perspectivas de las finanzas públicas de la zona del euro en su conjunto. El análisis de la evolución actual y de los planes presupuestarios que figura a continuación se limita a los países más importantes y a los países con déficits más elevados de la zona.

En Alemania, según las previsiones presupuestarias actualizadas publicadas por el Ministerio de Economía y Hacienda en julio de 2010, el déficit presupuestario de las Administraciones Públicas aumentará desde el 3,1% del PIB en 2009 hasta el 4,5% en 2010, ligeramente por debajo del nivel proyectado en las previ-

**Gráfico 55 Déficit público y variación de la deuda de la zona del euro**

(sumas móviles de cuatro trimestres en porcentaje del PIB)



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

<sup>1</sup> Véase el recuadro titulado «El apoyo de los Gobiernos al sector bancario durante la crisis financiera de 2008-2009 y su impacto sobre las finanzas públicas de la zona del euro», Informe Anual 2009, BCE.



siones económicas de primavera de 2010 de la Comisión Europea. El hecho de que la evolución de la situación presupuestaria haya sido más favorable en 2010 está relacionado principalmente con la mejora de las perspectivas macroeconómicas. El Gobierno alemán prevé una mejora presupuestaria gradual a partir de 2011 que reduciría el déficit hasta situarlo en el 3% del PIB en 2012 y en el 1,5% del PIB en 2014. En este contexto, en junio de 2010, el Gobierno llegó a un acuerdo sobre las bases de una estrategia plurianual de consolidación centrada en la contención del gasto, con algunas subidas de impuestos también. Si esta estrategia se aplica íntegramente, tendría un impacto acumulado de disminución del déficit de aproximadamente el 3,5% del PIB en el período comprendido entre 2011 y 2014.

En Francia, según las previsiones presupuestarias del Gobierno, el déficit de las Administraciones Públicas se situará en el 8% del PIB en 2010, lo que representa un aumento con respecto al 7,5% del PIB registrado en 2009. El deterioro previsto del saldo presupuestario es acorde con las previsiones económicas de primavera de 2010 de la Comisión y fundamentalmente refleja una evolución cíclica desfavorable y los efectos expansivos del programa de recuperación económica del Gobierno. Aunque el Gobierno revisó a la baja su previsión de crecimiento del PIB real para 2011 en agosto de 2010, ha vuelto a confirmar su pretensión de alcanzar los objetivos presupuestarios establecidos en la última actualización del programa de estabilidad, que implica una reducción de la ratio de déficit hasta el 6% del PIB en 2011, el 4,6% en 2012 y el 3% en 2013. Esta evolución del déficit sería acorde con el compromiso de Francia de corregir su déficit excesivo para el año 2013. Para lograr sus objetivos, el Gobierno francés ha propuesto una serie de medidas de consolidación, entre las que se incluye una reducción neta del empleo público, la congelación del gasto de la Administración Central y aumentos de la edad de jubilación y de los impuestos directos para los hogares y las empresas, con el fin de financiar el sistema de pensiones.

En Italia, el Gobierno ha confirmado los objetivos presupuestarios previstos en la actualización del programa de estabilidad de enero de 2010. Según las previsiones del Gobierno, el déficit de las Administraciones Públicas, que alcanzó el 5,3% del PIB en 2009, descenderá hasta situarse en el 5% del PIB en 2010, en el 3,9% en 2011 y en el 2,7% en 2012. Estas previsiones tienen en cuenta el paquete de medidas correctivas aprobado por el Parlamento italiano en julio de 2010, consistente en medidas de consolidación que ascienden a aproximadamente al 1,6% del PIB, en cifras acumuladas, en 2011 y 2012. El paquete se centra principalmente en el gasto, y las medidas afectan fundamentalmente a los salarios públicos, al gasto en pensiones, a las transferencias a las Administraciones Locales y a los consumos intermedios. También se aplicarán algunas medidas correctivas por el lado de los ingresos, como las destinadas a combatir el fraude fiscal.

En España, el Gobierno está tratando de reducir el déficit desde el 11,2% del PIB registrado en 2009, hasta el 9,3% en 2010 y el 6% en 2011. En este sentido, se ha constatado que la ejecución presupuestaria del Estado hasta junio de 2010 está en consonancia con el objetivo de déficit fijado para 2010. Como parte del proceso de elaboración de los presupuestos para 2011, en julio de 2010 el Parlamento español aprobó los límites de gasto máximos para 2011. El Gobierno considera que las medidas de consolidación existentes son suficientes para alcanzar el objetivo de déficit en 2011, con independencia de los anuncios realizados recientemente acerca de pequeñas reasignaciones entre las partidas del gasto. Altos cargos de la Administración han indicado que en caso necesario se adoptarían medidas de consolidación adicionales.

En Grecia, el programa de ajuste fiscal original acordado en mayo tenía por objeto reducir el déficit de las Administraciones Públicas desde el 13,6% del PIB en 2009 hasta el 8% en 2010, el 7,6% en 2011, el 6,5% en 2012 y por debajo del 3% del PIB en 2014. Como la inflación y, simultáneamente, el PIB nominal, se sitúan en niveles superiores a lo previsto con anterioridad, los límites máximos de déficit

presupuestario nominal, de carácter vinculante, se traducirán en unas ratios de déficit en relación con el PIB ligeramente más bajas en 2010 y en años posteriores. En el primer semestre de 2010, Grecia cumplió todos los objetivos presupuestarios vinculantes del programa, ya que el resultado favorable de los presupuestos del Estado compensó sobradamente el mal comportamiento registrado en el ámbito de las Administraciones Locales, la atención sanitaria y las administraciones de Seguridad Social. No obstante, para el resto del año se observan riesgos fiscales a la baja que tienen su origen en la convergencia esperada del gasto con partidas presupuestarias, en la reducción prevista de los ingresos, en el superávit inferior al programado de las Administraciones Locales y de las administraciones de Seguridad Social y en los ajustes por devengo negativos. Para compensar estos riesgos y asegurar el cumplimiento de los objetivos fiscales, las autoridades griegas acordaron, en el contexto de la primera misión de revisión del programa económico llevada a cabo conjuntamente por la CE, el BCE y el FMI, mantener el gasto presupuestario en un nivel inferior al programado previamente, y, al mismo tiempo, efectuar los pagos necesarios a las Administraciones Locales y a las administraciones de Seguridad Social para permitirles estar al corriente de sus pagos.

En Irlanda, según las previsiones publicadas por el Gobierno en agosto de 2010, el déficit de las Administraciones Públicas alcanzará el 11,5% del PIB en 2010, un nivel acorde, en líneas generales, con las previsiones económicas de primavera de 2010 de la Comisión y con la actualización del programa de estabilidad de diciembre de 2009. Con todo, el déficit público de 2010 se situará finalmente bastante por encima del objetivo anteriormente mencionado, ya que incorporará parte de los fondos desembolsados por el Gobierno para apoyar al sector bancario. Hasta ahora, los desembolsos que deben añadirse al déficit ascienden a aproximadamente el 8% del PIB en 2010. Si se excluyen los fondos desembolsados en 2009 y 2010, se espera que el saldo presupuestario mejore ligeramente en 2010, como consecuencia, en parte, de una evolución macroeconómica mejor de lo previsto anteriormente. Por lo que se refiere a 2011 y a años posteriores, las cifras sobre el saldo presupuestario futuro no se verán directamente afectadas por los desembolsos de 2009-2010. Para 2011, el objetivo de déficit fijado en el programa de estabilidad asciende al 10% del PIB, lo que implica una necesidad considerable de continuar con la consolidación. A este respecto, las autoridades irlandesas presentaron un nuevo programa público de inversiones de capital en julio de 2010, con el fin de respaldar los objetivos fiscales. Pese a ello, será necesario adoptar medidas adicionales para alcanzar el objetivo acordado en el marco del proceso de consolidación y situar el déficit por debajo del 3% del PIB en 2014.

En general, los datos trimestrales más recientes y las previsiones de los Gobiernos indican que, por ahora, la evolución presupuestaria es acorde con las expectativas y que es probable que se cumplan los objetivos para 2010, en varios casos debido, en parte, a unas perspectivas macroeconómicas mejores de lo previsto. Por consiguiente, es importante que los Gobiernos continúen realizando un estrecho seguimiento de la ejecución de los presupuestos de 2010 y que estén preparados para poner en práctica medidas de consolidación adicionales en caso necesario. Concretamente, si no se materializan las previsiones macroeconómicas excesivamente optimistas, los países deberían adoptar con rapidez medidas de saneamiento complementarias para asegurar el cumplimiento de los compromisos. En cambio, las sorpresas fiscales positivas (como el impacto de un entorno macroeconómico más favorable de lo esperado) deberían utilizarse para adelantar la consolidación y alcanzar los objetivos presupuestarios de este año y de años posteriores con un mayor margen de seguridad.

#### **APLICACIÓN Y FORTALECIMIENTO DEL MARCO FISCAL DE LA EU**

El 13 de julio de 2010, el Consejo Ecofin decidió que Chipre y Finlandia tenían déficits excesivos. El Consejo pidió que ambos países adoptaran medidas correctivas antes del 13 de enero de 2011 y fijó plazos (2011 para Finlandia y 2012 para Chipre) para que los déficits de las Administraciones Públicas

de estos países se situaran por debajo del 3% del PIB, el valor de referencia. Tras estas decisiones, todos los países de la zona del euro, excepto Luxemburgo, están sometidos a procedimientos de déficit excesivo, con plazos de corrección que van de 2011 a 2014.

Ese mismo día, el Consejo también realizó una valoración de las medidas adoptadas por once de los países de la zona del euro sujetos a procedimientos de déficit excesivo (Bélgica, Alemania, Irlanda, España, Francia, Italia, Países Bajos, Austria, Portugal, Eslovenia y Eslovaquia), y decidió que, hasta ese momento, todos los países habían actuado de conformidad con las recomendaciones formuladas en el marco de los procedimientos y que no era necesario adoptar medidas adicionales.

Dado que, en estos momentos, los Gobiernos están ultimando sus planes presupuestarios para 2011 y para años posteriores, es de vital importancia cumplir rigurosamente los plazos fijados para la corrección de los déficits excesivos. En muchos países, esto conlleva la necesidad de que los planes presupuestarios sean especialmente ambiciosos y de que se apoyen en medidas especificadas claramente, incluida la adopción de medidas adicionales en caso de que los resultados macroeconómicos de 2010 apunten a un aumento de la brecha de consolidación en relación con los planes originales. De cara a un futuro más lejano, un compromiso creíble con la consolidación presupuestaria a largo plazo y la introducción de reformas estructurales proporcionarán un anclaje fiscal en un entorno incierto y evitará que las cargas presupuestarias ralenticen el crecimiento a largo plazo (véase recuadro 7).

A este respecto, se han adoptado varias medidas para mejorar la vigilancia presupuestaria y la recopilación de datos estadísticos en el seno de la UE. El 17 de junio de 2010, el grupo de trabajo sobre gobernanza económica, presidido por Herman Van Rompuy, presidente del Consejo Europeo, presentó su informe preliminar al Consejo Europeo y, sobre la base de este informe, el Consejo decidió trabajar con miras a:

- (a) fortalecer los aspectos preventivos y correctivos del Pacto de Estabilidad y Crecimiento;
- (b) asignar un papel más destacado al criterio de la deuda;
- (c) introducir un «semestre europeo», que establezca la presentación de programas de estabilidad y convergencia en primavera, antes de la elaboración de los presupuestos nacionales en el otoño;
- (d) reforzar las normas presupuestarias y los marcos a medio plazo nacionales; y
- (e) mejorar la calidad de los datos estadísticos.

Se invita a que, en los próximos meses, el grupo de trabajo y la Comisión Europea consigan aplicar estas orientaciones. Esto supone, en particular, introducir modificaciones en el Código de conducta para la aplicación del Pacto de Estabilidad y Crecimiento, con el fin de especificar un nuevo calendario de presentaciones de los programas de estabilidad y convergencia y exigencias de información pertinentes. Se espera que el Grupo de trabajo presente su informe final al Consejo Europeo en octubre de 2010. Por último, sobre este tema también se ha de mencionar que, el 26 de julio de 2010, el Consejo de la UE adoptó un Reglamento que tiene por objeto reforzar las normas relativas a datos estadísticos utilizados en el procedimiento aplicable en caso de déficit excesivo (documento del Consejo nº 11551/10).

## Recuadro 7

### EL ANCLAJE FISCAL EN UN ENTORNO DE INCERTIDUMBRE

A raíz de la crisis financiera y de la severa recesión económica recientes, las ratios de deuda pública en relación con el PIB de muchos países de la zona del euro han aumentado hasta situarse en niveles muy elevados. Al mismo tiempo, en los mercados financieros ha aumentado la aversión al riesgo. Como esta combinación podría entrañar importantes riesgos macroeconómicos, en este recuadro se analizan los beneficios de la consolidación fiscal, especialmente en un entorno con niveles altos de deuda.

#### Costes y beneficios de la consolidación fiscal

En el corto plazo, la consolidación fiscal reduce la demanda agregada y, en consecuencia, tiene un impacto negativo sobre la actividad económica. Al mismo tiempo, una consolidación creíble y ambiciosa aumenta las expectativas de crecimiento económico futuro e induce reacciones económicas que pueden compensar el efecto sobre la demanda a corto plazo. Las condiciones en las que estos efectos basados en las expectativas son especialmente acusados, como los que ha identificado la literatura, es probable que se den, en un grado considerable, en el entorno económico actual, e incluyen, en particular, la poca confianza en la sostenibilidad de las finanzas públicas en los casos de no modificación de las políticas, así como el anuncio de planes consolidación ambiciosos y creíbles basados en una modificación de la estrategia fiscal global que fomente el crecimiento<sup>1</sup>.

Estos efectos positivos a corto plazo basados en las expectativas reflejan los evidentes beneficios potenciadores del crecimiento de las reformas fiscales estructurales a largo plazo. La reducción de las necesidades de financiación de los Gobiernos hace que los tipos de interés a largo plazo descendan, debido a la menor demanda de ahorro y a la disminución de las primas de riesgo. Esto mejora las condiciones de financiación del sector privado y estimula la inversión productiva, y en lo que respecta al Gobierno, libera recursos para reducir impuestos que tienen un efecto distorsionador y financiar un gasto más productivo. Por otra parte, cuando la situación presupuestaria es sólida, los hogares y las empresas pueden confiar en la capacidad del Gobierno para suavizar las fluctuaciones económicas a través de la acción de los estabilizadores automáticos. Un entorno macroeconómico seguro es un requisito indispensable para que se realicen inversiones productivas a largo plazo, ya sea en capital físico o en la formación de capital humano a través de la educación.

Estudios empíricos realizados en una amplia variedad de países industrializados y períodos de tiempo proporcionan evidencia importante sobre los efectos inhibidores del crecimiento causados por las elevadas cargas de la deuda pública. Concretamente, algunos estudios recientes encuentran una relación negativa entre unas ratios de deuda en relación con el PIB superiores al 90% y el crecimiento económico<sup>2</sup>. Aunque el límite crítico de deuda observado de alrededor del 90% del PIB parece ser consistente en distintas muestras de datos y metodologías, es muy probable que no permanezca inva-

1 Para una descripción de los costes y beneficios de la consolidación fiscal, véase el recuadro titulado «Consolidaciones presupuestarias: experiencias anteriores, costes y beneficios», en el Boletín Mensual del BCE de junio de 2010, y el artículo titulado «La eficacia de las políticas fiscales en la zona del euro», en el Boletín Mensual del BCE de julio de 2010.

2 La correlación entre una deuda elevada y un crecimiento más reducido durante un largo período de tiempo ha sido establecida por C.M. Reinhart y K.S. Rogoff, «Growth in a time of debt», *NBER Working Paper Series*, n.º 15639, National Bureau of Economic Research, enero de 2010. C. Checherita y P. Rother, «The impact of high and growing government debt on economic growth: an empirical investigation for the euro area», *Working Paper Series*, n.º 1237, BCE, 2010, presentan evidencia econométrica sólida. Véase también M. Kumar, y J. Woo, «Public debt and growth», *Working Paper Series*, n.º 10/174, FMI, 2010.

riable ante cambios en el entorno económico. Dado que, en el actual contexto económico, la incertidumbre es considerable, los efectos de la deuda inhibidores del crecimiento pueden empezar a notarse con niveles de deuda más reducidos.

### Consolidación en un entorno de incertidumbre

Además de causar efectos positivos sobre el crecimiento, las medidas de consolidación fiscal pueden reducir el riesgo de que se generen vínculos negativos entre las finanzas públicas, el sector financiero y el resto de la economía, que se refuercen mutuamente. El elevado nivel de aversión al riesgo que ha caracterizado a la crisis financiera ha llevado a los inversores a diferenciar con mayor precisión entre los prestatarios públicos, como ha quedado reflejado en la creciente divergencia observada en los diferenciales de la deuda pública de la zona del euro. En el caso de Grecia, las preocupaciones acerca de la sostenibilidad de las finanzas públicas han imposibilitado que el Gobierno griego haya podido financiarse en el mercado, una situación que ha amenazado con propagarse a otros países de la zona.

Los riesgos de una pérdida de confianza en la sostenibilidad de las finanzas públicas de un país no se limitan a la posibilidad de contagio a distintos mercados de deuda soberana. El efecto de una crisis fiscal sobre los tenedores de deuda pública, como entidades de crédito, fondos de pensiones e inversores individuales, puede debilitar la estabilidad financiera y las perspectivas para la economía real. En particular, como se observó durante la crisis financiera, la incertidumbre puede propagarse con facilidad a distintos mercados de activos, de forma que la volatilidad en los mercados de deuda pública afecta negativamente a la actividad en otros segmentos de los mercados financieros. Una de las consecuencias podría ser una contracción del crédito. El hecho de que la deuda pública se utilice con frecuencia como garantía en operaciones financieras acrecienta esta preocupación.

La confianza de los mercados en la sostenibilidad de las finanzas públicas está determinada por una serie de factores específicos de cada país y de otros que varían con el tiempo, como las ratios de deuda y de déficit, los pasivos públicos implícitos, la estructura de financiación de su deuda actual, las perspectivas de crecimiento y la trayectoria fiscal del país en cuestión. Por tanto, resulta imposible predecir con exactitud qué nivel de deuda asegurará la confianza en la sostenibilidad de las finanzas públicas. Es obvio que en el entorno actual, caracterizado por la aversión al riesgo, los beneficios de aplicar políticas que fomentan la sostenibilidad son amplios. En un contexto con niveles elevados de deuda a escala global, este beneficio de la estabilidad macroeconómica aumenta, ya que reduce el riesgo de contagio a otros países. Para conseguir reducciones significativas de la deuda pública y cosechar los beneficios de la consolidación, la experiencia anterior<sup>3</sup> en países de la zona del euro muestra que los países deberán comprometerse con firmeza con la consolidación fiscal a más largo plazo, centrarse especialmente en la reducción del gasto y aplicar de manera simultánea reformas estructurales que respalden el crecimiento potencial. Esto proporcionará un anclaje fiscal en el incierto entorno actual y evitará que las cargas fiscales ralenticen el crecimiento a largo plazo.

3 Véanse C. Nickel, P. Rother y L. Zimmermann, «Major public debt reductions - Lessons from the past, lessons for the future», Documento de Trabajo n.º 1241, BCE, 2010, y los recuadros titulados «La experiencia con la reducción de la deuda pública en los países de la zona del euro» y «El programa de ajuste económico y financiero de Grecia», en los Boletines Mensuales del BCE de septiembre de 2009 y mayo de 2010, respectivamente.

## 6 EVOLUCIÓN DE LOS TIPOS DE CAMBIO Y DE LA BALANZA DE PAGOS

### 6.1 TIPOS DE CAMBIO

*El tipo de cambio efectivo nominal del euro se ha venido depreciando desde comienzos de 2010. No obstante, esta tendencia a la baja se ha moderado en los tres últimos meses, debido, en parte, a la apreciación de la moneda única frente al dólar estadounidense entre mediados de junio y mediados de agosto.*

#### TIPO DE CAMBIO EFECTIVO DEL EURO

Tras apreciarse a lo largo de 2009, el euro ha seguido una trayectoria descendente desde comienzos de 2010. No obstante, esta tendencia se moderó en los tres últimos meses, en los que la moneda única solo ha registrado una ligera depreciación en términos efectivos nominales (véase gráfico 56). El 1 de septiembre de 2010, el tipo de cambio efectivo nominal del euro —medido frente a las monedas de 21 de los socios comerciales más importantes de la zona del euro— se situaba solo un 0,1% por debajo del nivel registrado a finales de mayo, pero un 9,1% por debajo de la media de 2009. Esta depreciación estuvo determinada, principalmente, por una renovada aversión al riesgo entre los inversores tras el aumento de la preocupación de los mercados por las perspectivas fiscales y económicas de algunos países de la zona del euro y por la fortaleza de la recuperación económica mundial. La depreciación del euro en los tres últimos meses fue especialmente pronunciada frente al yen japonés y frente al franco suizo, mientras que se ha apreciado frente al dólar estadounidense. La volatilidad implícita de los tipos de cambio bilaterales frente a otras principales monedas se redujo en el período considerado, tanto en el horizonte de corto plazo como en el de largo plazo.

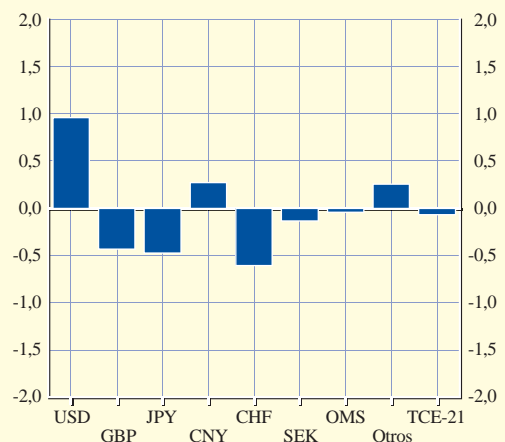
**Gráfico 56 Tipo de cambio efectivo del euro (TCE-21) y sus componentes<sup>1)</sup>**

(datos diarios)

Índice: I 1999 = 100



**Contribuciones a las variaciones del TCE-21<sup>2)</sup>**  
Del 31 de mayo de 2010 al 1 de septiembre de 2010  
(en puntos porcentuales)



Fuente: BCE.

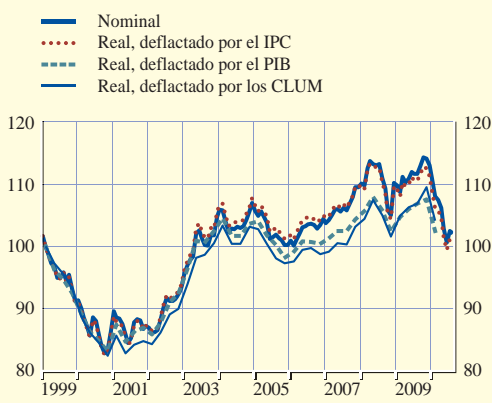
1) Un aumento del índice supone una apreciación del euro frente a las monedas de los 21 socios comerciales más importantes de la zona del euro (incluidos todos los Estados miembros de la UE que no pertenecen a la zona del euro).

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



**Gráfico 57 Tipos de cambio efectivos nominal y real del euro (TCE-21)<sup>1)</sup>**

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



Fuente: BCE.

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

Por lo que respecta a los indicadores de competitividad internacional en términos de precios y costes de la zona del euro, en agosto de 2010, el tipo de cambio efectivo real del euro, basado en los precios de consumo, se situó en torno a un 8,9% por debajo de la media de 2009 (véase gráfico 57).

### DÓLAR ESTADOUNIDENSE/EURO

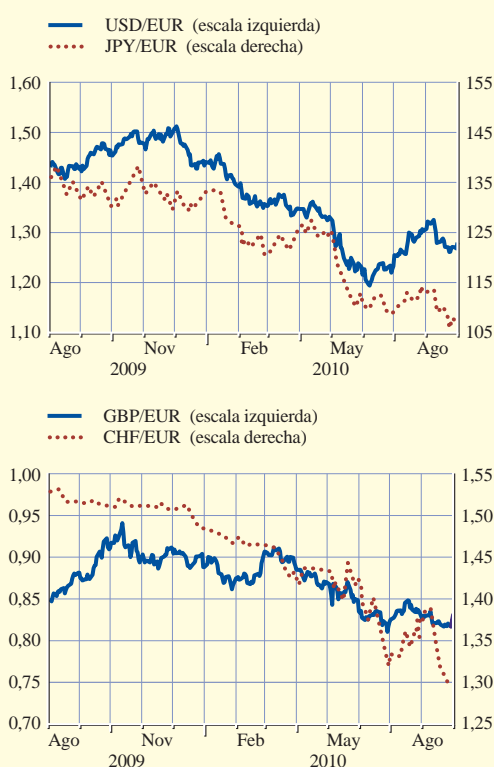
Tras experimentar una fuerte depreciación desde comienzos de 2010, el tipo de cambio del euro se apreció significativamente frente al dólar estadounidense entre mediados de junio y mediados de agosto, para depreciarse de nuevo, ligeramente, en las últimas semanas. En conjunto, en el período de tres meses transcurrido hasta el 1 de septiembre de 2010, el euro se apreció frente al dólar estadounidense (véase gráfico 58) un 4% en comparación con el nivel de finales de mayo, cotizando el 1 de septiembre a 1,28 dólares, pero se mantuvo en torno a un 8,2% por debajo de la media de 2009. La publicación de datos económicos menos favorables de lo previsto sobre la economía estadounidense respecto al segundo trimestre de 2010

y la aparición de algunas señales de enfriamiento del ritmo de recuperación económica en Estados Unidos afectaron negativamente al dólar. Durante el mismo período, se redujo la volatilidad implícita del tipo de cambio entre el dólar estadounidense y el euro (véase gráfico 58). La reducción de la volatilidad en todo el horizonte de contratos de opciones disponibles (hasta un año) sugiere que los participantes en

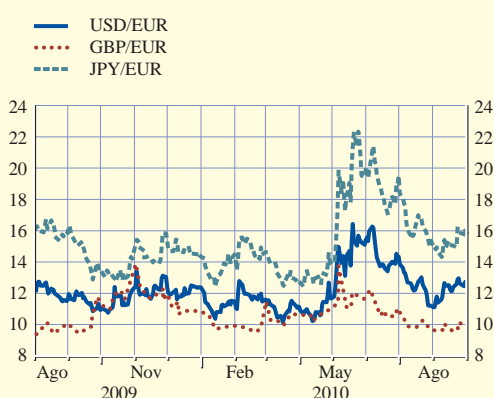
**Gráfico 58 Evolución de los tipos de cambio y volatilidades implícitas**

(datos diarios)

#### Tipos de cambio



#### Volatilidades implícitas del tipo de cambio (a tres meses)



Fuentes: Bloomberg y BCE.



los mercados esperan una disminución de la incertidumbre en el medio plazo.

### YEN JAPONÉS/EURO

En los tres meses transcurridos hasta el 1 de septiembre de 2010, el euro siguió depreciándose frente al yen japonés, revirtiendo totalmente la apreciación registrada en 2009 y situándose en un nivel no observado desde finales de 2001. El 1 de septiembre, el euro cotizaba a 107,5 yenes, un 4,5% por debajo del nivel de finales de mayo y un 17,5% por debajo de la media de 2009. Durante el mismo período, se redujo la volatilidad implícita del tipo de cambio entre el yen japonés y el euro (véase gráfico 58). La apreciación del yen japonés se vio favorecida por el debilitamiento del dólar estadounidense, en un entorno de creciente aversión al riesgo.

### MONEDAS DE LOS ESTADOS MIEMBROS DE LA UE

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

Por lo que respecta a las monedas de los Estados miembros de la UE que no participan en el MTC II, el euro se depreció frente a la libra esterlina un 2,1% en comparación con finales de mayo, cotizando el 1 de septiembre a 0,83 libras. Al mismo tiempo, se redujo la volatilidad implícita del tipo de cambio entre la libra y el euro (véase gráfico 58). El euro se depreció frente al zloty polaco (un 2,2%) y frente a la corona checa (un 3%), y se apreció frente al forint húngaro (3,9%).

### OTRAS MONEDAS

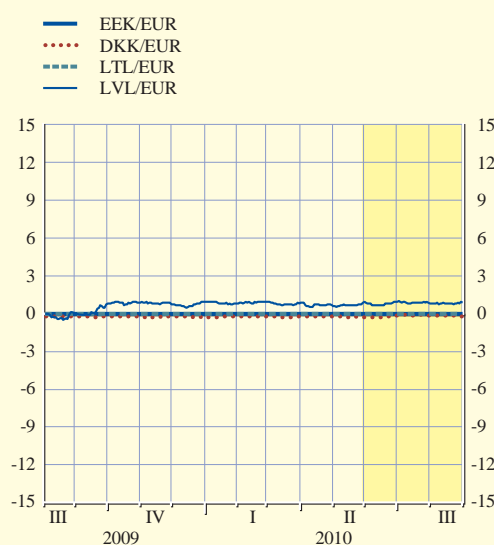
El euro se depreció significativamente frente al franco suizo, registrando una caída de alrededor del 8,9% entre finales de mayo y el 1 de septiembre y cotizando, en esa fecha, a 1,30 francos, dado que a la moneda suiza le siguió beneficiando el comportamiento de los inversores internacionales, que buscaban activos más seguros. Durante el mismo período, los tipos de cambio bilaterales del euro frente al renminbi chino y al dólar de Hong Kong siguieron una evolución paralela a la observada frente al dólar estadounidense. En ese período, el tipo de cambio del euro frente las principales monedas de países productores de materias primas registró una evolución dispar, apreciándose frente al dólar canadiense (un 5,2%) y depreciándose frente al dólar australiano (un 3%).

## 6.2 BALANZA DE PAGOS

*Tras experimentar un fuerte repunte a comienzos de 2010, el comercio de bienes con países no pertenecientes a la zona del euro creció de nuevo en el segundo trimestre, si bien se apreciaron algunos indi-*

**Gráfico 59 Evolución de los tipos de cambio en el MTC II**

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



Fuente: BCE.

Nota: Una desviación positiva (negativa) de la paridad central frente al euro significa que la moneda se sitúa en la zona débil (fuerte) de la banda. Para la corona danesa, la banda de fluctuación es  $\pm 2,25\%$ ; para todas las demás monedas, la banda de fluctuación estándar es  $\pm 1\%$ .

cios de moderación de la tasa de crecimiento. En junio, el déficit por cuenta corriente de la zona del euro, acumulado de doce meses, se redujo significativamente en comparación con el mismo período un año antes, hasta 45,1 mm de euros (alrededor del 0,5% del PIB de la zona del euro). En la cuenta financiera, las entradas netas del agregado de inversiones directas y de cartera disminuyeron nuevamente, hasta un total de 173,7 mm de euros, en cifras acumuladas, en el año transcurrido hasta junio.

### COMERCIO Y BALANZA POR CUENTA CORRIENTE

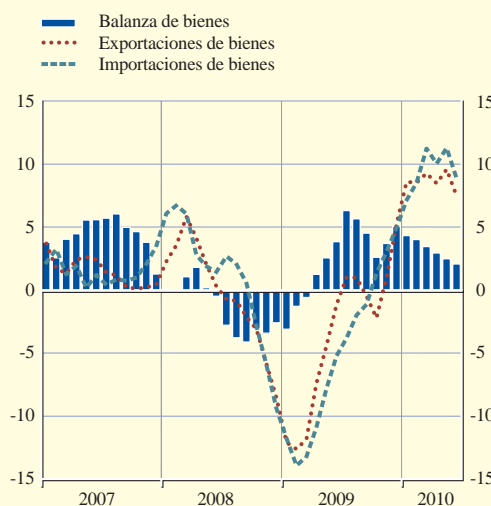
Tras experimentar un fuerte repunte a comienzos de 2010, el comercio de bienes con países no pertenecientes a la zona del euro creció de nuevo en el segundo trimestre, si bien se apreciaron algunos indicios de moderación de la tasa de crecimiento. Los datos de la balanza de pagos indican que el crecimiento intertrimestral de las exportaciones de bienes a países de fuera de la zona del euro ascendió, en términos nominales, a un 7,5% en el segundo trimestre de 2010, frente al 9,3% registrado en el trimestre anterior (véanse gráfico 60 y cuadro 9). La expansión se vio favorecida por el sólido crecimiento de la demanda en los principales países con los que comercia la zona del euro y, hasta cierto punto, por los aumentos de la competitividad en términos de precios. No obstante, la gradual desaparición de factores transitorios —como los estímulos de las políticas fiscales y el ciclo de existencias— ha contribuido, probablemente, a la desaceleración del ritmo de la expansión. La desagregación geográfica del comercio de bienes con países no pertenecientes a la zona del euro, publicada por Eurostat, indica una moderación de las tasas de crecimiento intertrimestrales de las exportaciones a Asia y a la OPEP en el segundo trimestre de 2010. Por el contrario, la tasa de crecimiento de las exportaciones a Estados Unidos y a los Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro registró un ligero repunte.

Las importaciones nominales de bienes provenientes de fuera de la zona del euro también experimentaron un sólido crecimiento en el segundo trimestre de 2010, aunque menos pronunciado que a comienzos del año. En términos nominales, las importaciones crecieron a una tasa intertrimestral del 8,9% en el segundo trimestre de 2010, frente al 11,2% registrado en el trimestre anterior. La expansión de las importaciones estuvo respaldada, cada vez más, por el fortalecimiento de la demanda interna y por la demanda sostenida de bienes intermedios inducida por las exportaciones. El mayor valor de los bienes importados también refleja, hasta cierto punto, un acusado aumento de los precios de las importaciones, debido en parte a la evolución de los tipos de cambio y de los precios de las materias primas. En el segundo trimestre de 2010, se observó una desaceleración de la tasa de crecimiento intertrimestral de las importaciones provenientes de la OPEP, Asia y los Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro, mientras que la demanda de importaciones procedentes de Estados Unidos a la zona del euro registró un fuerte repunte.

El crecimiento del comercio de servicios con países no pertenecientes a la zona del euro siguió

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

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



Fuente: BCE.

siendo considerablemente menor que el del comercio de bienes en el segundo trimestre de 2010. Las exportaciones y las importaciones de servicios aumentaron, en términos nominales, un 1,7% y un 1,6%, respectivamente, en tasa intertrimestral, moderándose en torno a un punto porcentual en comparación con el trimestre anterior (véanse gráfico 61 y cuadro 9). Dado que el comercio de servicios experimentó una contracción menos pronunciada que el comercio de bienes tras la intensificación de la crisis financiera, era de esperar una tasa de expansión menor de los servicios en la fase de recuperación.

Desde una perspectiva de más largo plazo, el déficit por cuenta corriente acumulado de doce meses registró un descenso significativo en junio (véanse gráfico 62 y cuadro 9), situándose en 45,1 mm de euros (alrededor del 0,5% del PIB), frente a los 147,9 mm de euros contabilizados hace un año. Esta evolución refleja un cambio de signo, de déficit a superávit, en la balanza de bienes, un ligero incremento del superávit de la balanza de servicios y un descenso de los déficits de las balanzas de rentas y transferencias corrientes.

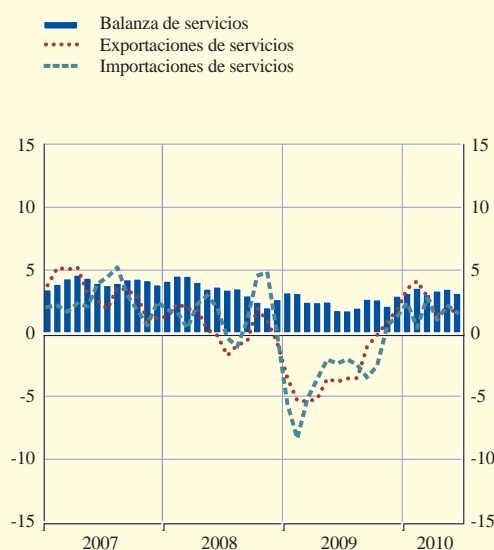
De cara al futuro, se espera que las exportaciones de bienes sigan creciendo a corto plazo, como se desprende de los indicadores disponibles. No obstante, podría producirse de nuevo alguna pérdida de impulso, debido a la evolución de la actividad económica mundial. Aunque el índice de carteras de pedidos exteriores de la encuesta a directores de compras del sector manufacturero de la zona del euro se mantiene muy por encima del umbral de 50 que separa la expansión de la contracción, registra una trayectoria descendente desde abril.

## CUENTA FINANCIERA

En el último trimestre de 2009 y en el primer semestre de 2010, el saldo de la cuenta financiera de la zona del euro se mantuvo, en general, estable, ya que los flujos netos registrados en el agregado de in-

**Gráfico 61 Comercio de servicios con países no pertenecientes a la zona del euro**

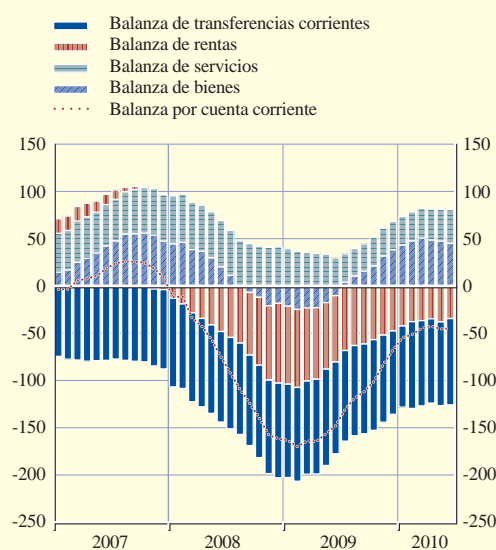
(tasas de variación intertrimestral; para la balanza de servicios, mm de euros y medias móviles de tres meses; datos mensuales; desestacionalizados y ajustados por días laborables)



Fuente: BCE.

**Gráfico 62 Principales partidas de la balanza por cuenta corriente**

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



Fuente: BCE.

**Cuadro 9 Principales partidas de la balanza de pagos de la zona del euro**

(datos desestacionalizados, salvo indicación en contrario)

			Media móvil de tres meses				Cifras acumuladas de 12 meses hasta	
	2010	2010	2009		2010		2009	2010
	Mayo	Junio	III	IV	I	II	Junio	Junio
<i>mm de euros</i>								
<b>Cuenta corriente</b>	-7,4	-4,6	-3,6	-2,4	-3,2	-5,9	-147,9	-45,1
Bienes	2,9	2,6	4,5	5,0	3,4	2,1	-10,2	45,2
Exportaciones	132,2	134,0	105,4	110,9	121,2	130,2	1.401,8	1.403,1
Importaciones	129,3	131,4	100,9	105,9	117,7	128,2	1.412,0	1.358,0
Servicios	3,3	2,2	2,7	2,9	3,1	3,2	29,7	35,6
Exportaciones	41,4	41,1	38,4	39,1	40,2	40,9	494,6	476,0
Importaciones	38,1	38,9	35,7	36,2	37,2	37,8	464,9	440,4
Rentas	-6,0	-1,6	-4,0	-3,3	-0,7	-3,5	-70,2	-34,5
Transferencias corrientes	-7,6	-7,8	-6,9	-7,1	-9,0	-7,5	-97,2	-91,3
<b>Cuenta financiera<sup>1)</sup></b>	16,3	-1,0	-4,2	-2,1	8,1	8,0	157,3	29,6
Total inversiones directas y de cartera netas	52,1	-4,0	18,1	21,0	-4,2	23,0	284,6	173,7
Inversiones directas netas	-12,4	-7,2	-7,9	3,0	-11,6	-10,3	-158,5	-80,6
Inversiones de cartera netas	64,4	3,2	26,1	18,0	7,5	33,3	443,1	254,3
Acciones y participaciones	19,7	15,9	16,6	0,0	-9,9	8,4	-43,7	45,4
Valores distintos de acciones	44,7	-12,7	9,4	18,0	17,3	24,9	486,8	208,9
Bonos y obligaciones	40,5	4,7	-15,5	2,4	6,8	26,9	195,5	61,7
Instrumentos del mercado monetario	4,3	-17,4	25,0	15,6	10,5	-2,0	291,3	147,2
Otras inversiones netas	-33,1	0,6	-21,0	-25,6	13,3	-15,0	-152,1	-145,1
<i>variaciones porcentuales sobre el período anterior</i>								
<b>Bienes y servicios</b>								
Exportaciones	5,4	0,9	-0,6	4,3	7,6	6,0	-9,3	-0,9
Importaciones	4,5	1,8	-1,8	4,0	9,1	7,1	-7,2	-4,2
<b>Bienes</b>								
Exportaciones	6,3	1,4	-0,5	5,2	9,3	7,5	-11,2	0,1
Importaciones	4,4	1,7	-1,2	5,0	11,2	8,9	-9,4	-3,8
<b>Servicios</b>								
Exportaciones	2,7	-0,6	-1,1	1,8	2,9	1,7	-3,7	-3,7
Importaciones	4,9	2,1	-3,5	1,3	2,8	1,6	0,0	-5,3

Fuente: BCE.

Nota: Pueden producirse discrepancias, debido al redondeo.

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

versiones directas y de cartera compensaron los contabilizados en otras inversiones netas (principalmente préstamos y depósitos). No obstante, la desagregación por categorías de inversiones sugiere que, en el segundo trimestre de 2010, se produjeron algunos cambios más bien significativos en el comportamiento de los inversores, que se reflejan, principalmente, en las inversiones de cartera y otras inversiones de la cuenta financiera. En efecto, mientras que la evolución del agregado de inversiones netas directas y de cartera ha estado determinada por variaciones de magnitud similar en ambos componentes hasta el primer trimestre de 2010, en el segundo trimestre del año, el cambio de signo, de salidas netas a entradas netas, se debió casi en su totalidad a un fuerte aumento de las entradas netas de inversiones de cartera (véase cuadro 9). En la partida de otras inversiones, se observó un cambio de signo, de entradas netas a salidas netas, motivado en gran medida por las transacciones transfronterizas de préstamos y depósitos realizadas por no residentes en la zona del euro.

Examinando los datos con más detalle, se observa que la tendencia a las salidas netas de inversiones directas, iniciada en el primer trimestre de 2010, continuó en el segundo trimestre del año, como consecuencia de la mayor solidez de las inversiones directas en el exterior en comparación con las realizadas en la zona del euro, pero se aprecian indicios de una pérdida de impulso. El descenso de las inversiones en

valores de renta variable se sumó a una significativa moderación de la actividad en relación con los préstamos entre empresas relacionadas, en particular, por parte de no residentes en la zona del euro.

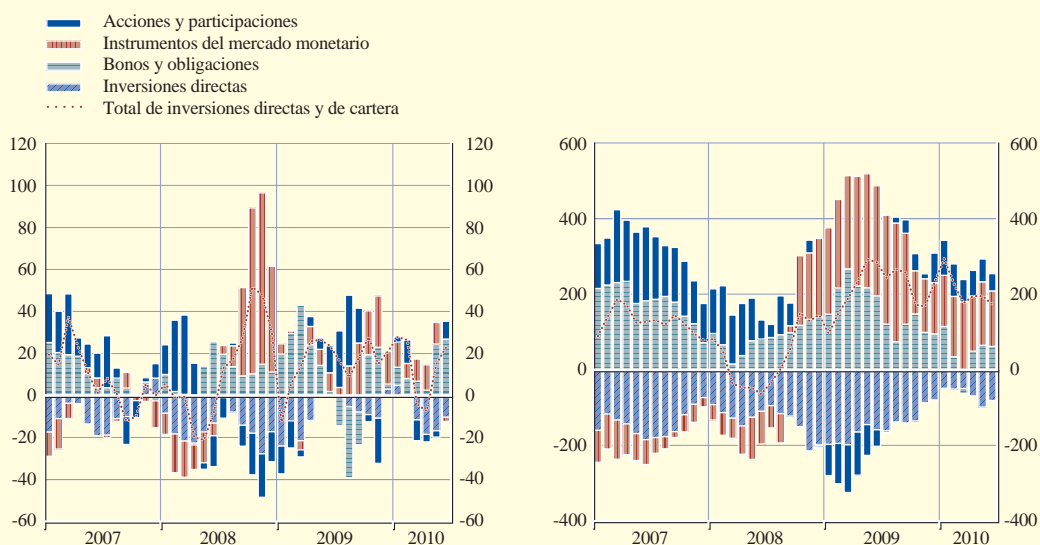
Por lo que respecta a las inversiones de cartera, la evolución intertrimestral ha estado sujeta a una mayor volatilidad que la de las inversiones directas, especialmente en el segundo trimestre del año, habiéndose observado cambios considerables en el clima de los mercados. Las entradas netas de inversiones de cartera registraron un incremento en el segundo trimestre de 2010, como consecuencia de un cambio de signo, de salidas netas a entradas netas, en las acciones y participaciones, combinado con un aumento de las entradas netas de valores distintos de acciones, especialmente bonos y obligaciones (véanse gráfico 63 y cuadro 9). Los flujos financieros contabilizados en otras inversiones también han sido volátiles.

Estas fluctuaciones de las inversiones de cartera y las otras inversiones son coherentes con un renovado aumento de la aversión al riesgo entre los inversores en los últimos meses, en un clima de reintensificación de las tensiones en los mercados financieros en mayo. Por lo que se refiere a las inversiones de cartera, concretamente, el cambio de signo de salidas netas a entradas netas en la rúbrica de acciones y participaciones, oculta un proceso de liquidación de posiciones en valores de renta variable extranjeros y de repatriación de fondos por parte de residentes en la zona del euro, en un entorno de caída y volatilidad de las cotizaciones bursátiles a escala mundial. En el segundo trimestre de 2010, se observó un aumento del sesgo nacional con respecto a la inversión en valores distintos de acciones. Las inversiones en valores de renta fija de la zona del euro realizadas por no residentes en la zona aumentaron de forma pronunciada en abril y mayo, pero se revirtieron en parte con salidas netas en junio; como resultado, solo se registró en total una pequeña variación trimestral. Sin embargo, por lo que respecta a las inversiones realizadas por residentes en la zona del euro, las significativas entradas netas registradas en junio como resultado de las ventas de valores extranjeros de renta fija dieron lugar a un cambio de signo, de salidas netas a entra-

**Gráfico 63 Principales partidas de la cuenta financiera**

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

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



Fuente: BCE.

das netas, en cifras intertrimestrales, que afectó al saldo total de los flujos transfronterizos de este tipo de instrumentos. Además del aumento de la aversión al riesgo, en la evolución de las transacciones transfronterizas de valores distintos de acciones también parece haber influido la permanente búsqueda de activos de mejor calidad.

En cuanto a la evolución a más largo plazo, las entradas netas del agregado de inversiones directas y de cartera se redujeron a 173,7 mm de euros en los doce meses transcurridos hasta junio de 2010, frente a los 284,6 mm de euros contabilizados en el mismo período un año antes. El principal factor determinante de esta reducción siguieron siendo las menores entradas netas de inversiones de cartera (véase cuadro 9). La desagregación de las inversiones de cartera por instrumentos indica que esta reducción fue, principalmente, resultado de una fuerte caída de las entradas netas de valores distintos de acciones, que contrarrestó con creces un cambio de signo, de salidas netas a entradas netas, en los valores de renta variable (véase gráfico 63). En conjunto, en la evolución de las transacciones financieras transfronterizas en el año transcurrido hasta junio de 2010 siguió influyendo significativamente la normalización de los flujos de valores de renta fija con respecto a los niveles excepcionalmente altos observados durante la crisis financiera, así como el fuerte repunte de las inversiones en acciones y participaciones realizadas por residentes y no residentes en la zona del euro en el segundo semestre de 2009.

