

# EVOLUCIÓN ECONÓMICA Y MONETARIA

## I ENTORNO EXTERIOR DE LA ZONA DEL EURO

La economía mundial ha mostrado nuevas señales de mejoría. Las presiones inflacionistas han seguido siendo bajas a escala mundial como resultado del exceso de capacidad productiva sin utilizar, aunque están repuntando en algunos mercados emergentes dinámicos. Recientemente se han intensificado las presiones inflacionistas derivadas de los precios de las materias primas. En un entorno de incertidumbre inusualmente elevada, se estima que los riesgos para las perspectivas de la economía mundial están, en general, equilibrados.

### I.1 EVOLUCIÓN DE LA ECONOMÍA MUNDIAL

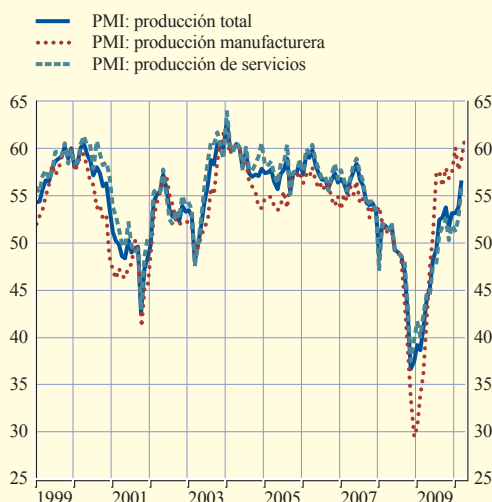
La economía mundial ha mostrado nuevas señales de mejoría. La recuperación continúa estando respaldada por las políticas monetarias y fiscales de estímulo y por un prolongado ciclo de existencias. El comercio mundial también se ha recuperado, habiéndose registrado un fuerte incremento intermensual de los volúmenes de comercio en febrero.

Los indicadores de corto plazo apuntan a una nueva mejora de la situación económica mundial. El indicador sintético mundial PMI (índice de directores de compras) aumentó por octavo mes consecutivo en marzo, registrándose un aumento de la actividad tanto en el sector manufacturero como en el sector servicios (véase gráfico 1). El indicador PMI de producción manufacturera mundial aumentó de nuevo en abril, impulsado por el sólido crecimiento de la producción, que se vio respaldada principalmente por un acusado incremento de los nuevos pedidos. Al mismo tiempo, los indicadores del mercado de trabajo mostraron los primeros indicios de estabilización del empleo total.

Las presiones inflacionistas han seguido siendo bajas a escala mundial como resultado del exceso de capacidad productiva sin utilizar, aunque están repuntando en algunos mercados emergentes dinámicos. En los países de la OCDE, la inflación general, medida por el IPC, fue del 2,1% en el año transcurrido hasta

Gráfico 1 PMI: producción mundial

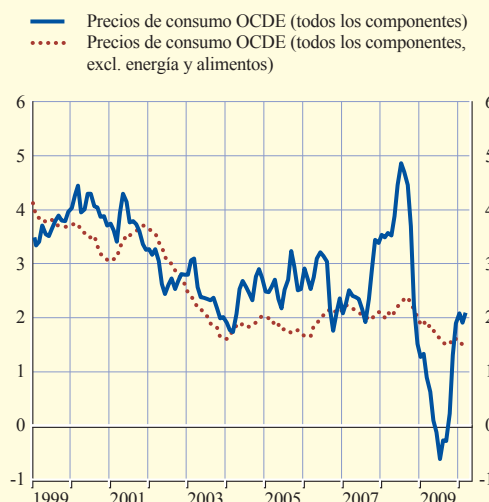
(índice de difusión; datos mensuales desestacionalizados)



Fuente: Markit.

Gráfico 2 Evolución de los precios internacionales

(datos mensuales; tasas de variación interanual)



Fuente: OCDE.

marzo, frente al 1,9% registrado en el mes anterior (véase gráfico 2). Este aumento refleja, principalmente, la subida de los precios de la energía en su momento. Excluidos la energía y los alimentos, la inflación interanual medida por el IPC se mantuvo prácticamente estable en el 1,4% en marzo, nivel cercano a los mínimos de los diez últimos años. Si bien los precios de los bienes intermedios del indicador PMI mundial apuntan a un nuevo incremento de los costes medios, las presiones inflacionistas siguen siendo, en general, limitadas, en consonancia con una lenta recuperación de la demanda.

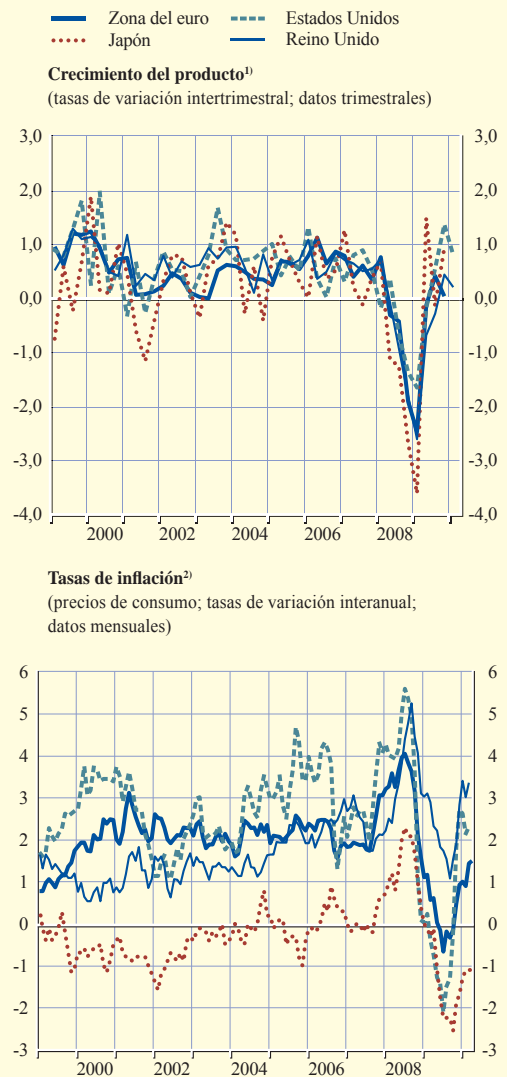
#### ESTADOS UNIDOS

En Estados Unidos, la economía continúa por la senda de la recuperación y el PIB real siguió creciendo en el primer trimestre de 2010. Según la estimación preliminar de la Oficina de Análisis Económico, el PIB real aumentó un 3,2% en tasa anualizada en el primer trimestre de 2010, tras el aumento del 5,6% observado en el último trimestre de 2009. Las existencias privadas representaron alrededor de la mitad del aumento total del PIB en el primer trimestre de 2010. El crecimiento del PIB reflejó también, en parte, la capacidad de resistencia del gasto en consumo, que aumentó a una tasa anualizada del 3,6%. El gasto de las empresas también experimentó una recuperación, impulsado por otro aumento significativo de la inversión en bienes de equipo y software. Por otra parte, el crecimiento se vio atenuado por un acusado descenso del gasto de las administraciones regionales y locales, una contracción de la inversión residencial y una contribución negativa del comercio, ya que las importaciones crecieron más que las exportaciones.

Por lo que respecta a la evolución de los precios, la inflación interanual medida por el IPC aumentó desde el 2,1% de febrero hasta el 2,3% en marzo. El aumento tuvo su origen en un acusado incremento de los precios de las frutas y las verduras. Las partidas básicas, en particular el índice de alquileres «equivalentes a vivienda ocupada por sus propietarios», al que se le asigna una ponderación elevada, siguieron decreciendo. Excluidos la energía y los alimentos, la inflación interanual se redujo hasta el 1,1% en marzo, desde el 1,3% de febrero, como resultado de la moderación de las presiones inflacionistas en un contexto de exceso de capacidad productiva sin utilizar.

El 28 de abril de 2010, el Comité de Operaciones de Mercado Abierto de la Reserva Federal decidió mantener en una banda del 0% al 0,25% el tipo de interés fijado como objetivo para los fondos federa-

**Gráfico 3 Principales indicadores de las economías más industrializadas**



Fuentes: Datos nacionales, BPI, Eurostat y cálculos del BCE.  
1) Para la zona del euro y Reino Unido se utilizan datos de Eurostat; para Estados Unidos y Japón, datos nacionales. Los datos del PIB se han desestacionalizado.  
2) IAPC para la zona del euro y Reino Unido; IPC para Estados Unidos y Japón.

les. El Comité sigue considerando que la situación económica, incluidas las bajas tasas de utilización de los recursos, las moderadas tendencias de la inflación y la estabilidad de las perspectivas de inflación, probablemente justifique que se mantenga el tipo de interés de los fondos federales en niveles excepcionalmente bajos durante un período prolongado.

## JAPÓN

En Japón, la situación económica ha seguido mejorando. La encuesta Tankan del Banco de Japón sobre el clima empresarial, correspondiente a marzo de 2010, mostraba una recuperación generalizada, por cuarto mes consecutivo. También se confirmaba que la recuperación de las exportaciones ha estimulado la actividad en el sector manufacturero. En marzo, las exportaciones en términos reales aumentaron un 44% en tasa interanual, frente al 45,9% de febrero, mientras que las importaciones crecieron, en términos reales, un 17% en tasa interanual en marzo, frente al 22,9% del mes anterior.

La inflación medida por los precios de consumo siguió siendo negativa en marzo. La inflación general, medida por el IPC, se situó en el -1,1% en ese mes. Excluidos la energía y los alimentos, la inflación interanual, medida por el IPC, siguió siendo negativa (-1,1%), mientras que la inflación, excluidos los alimentos frescos, también fue negativa (-1,2%).

En su reunión de 7 de abril de 2010, el Banco de Japón decidió mantener sin variación, en el 0,1%, el objetivo fijado para los tipos de interés de los préstamos a un día sin garantía.

## REINO UNIDO

En Reino Unido, las estimaciones provisionales indican que el PIB real creció un 0,2%, en tasa intertrimestral en el primer trimestre de 2010, frente al incremento del 0,4% registrado en el cuarto trimestre de 2009. En general, los indicadores de actividad más recientes —incluida la sólida producción industrial del primer trimestre de 2010— sugieren que la mejora gradual de la situación económica continuó a principios de 2010. Los precios de la vivienda subieron de nuevo en marzo, después de que el crecimiento intermensual negativo registrado en febrero interrumpiera varios meses de recuperación. Por lo que respecta al crédito, se mantuvo la lenta recuperación, aunque con tasas de crecimiento muy inferiores a las observadas en 2008. De cara al futuro, se espera que la actividad continúe su gradual recuperación, respaldada por los efectos retardados de la depreciación de la libra esterlina, las políticas de estímulo monetario y fiscal y la mejora de la situación económica mundial. La inflación interanual, medida por el IPC, siguió aumentando, desde el 3,0% registrado en febrero hasta el 3,4% en marzo. La expiración de la reducción temporal de la tasa del IVA y las subidas de los precios de la energía fueron factores determinantes del repunte de la inflación a comienzos de 2010. En los últimos meses, el Comité de Política Monetaria del Banco de Inglaterra ha mantenido en el 0,5% el tipo de interés oficial al que se remuneran las reservas de las entidades de crédito. El Comité mantuvo asimismo 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 siguió mejorando en los demás países de la UE no pertenecientes a la zona del euro. No obstante, la evolución del crecimiento intertrimestral del PIB real fue bastante volátil en varios países. La desigual trayectoria de crecimiento refleja el impacto del ciclo de existencias, el ajuste fiscal en curso en algunos países y otros factores transitorios que afectan al crecimiento.

En Suecia, el PIB real se redujo un 0,6%, en tasa intertrimestral, en el cuarto trimestre de 2009, tras una caída del 0,1% en el tercer trimestre. En Dinamarca, el producto creció un 0,2% en el cuarto trimestre,

tras el 0,4% registrado en el tercer trimestre de 2009. Los indicadores de corto plazo apuntan claramente a una recuperación tanto en Suecia como en Dinamarca, aunque la inversión empresarial siguió siendo moderada en ambos países. En marzo, la inflación interanual medida por el IAPC se situó en el 2,1% en Dinamarca y en el 2,5% en Suecia.

En los Estados miembros más grandes de la UE de Europa Central y Oriental las trayectorias de crecimiento fueron bastante desiguales en el cuarto trimestre de 2009. Mientras que la caída del PIB real se moderó aún más en Hungría, hasta el -0,4% (desde el -1,2% registrado en el tercer trimestre), el crecimiento se tornó negativo en Rumanía con una tasa del -1,5% (frente al 0,1% del tercer trimestre). En Polonia y la República Checa, el crecimiento del PIB real cobró impulso en el cuarto trimestre de 2009, situándose en el 1,3% y el 0,7%, respectivamente. En general, los indicadores de confianza recientes, así como los datos de producción industrial y comercio, sugieren incrementos de la actividad en estos cuatro países. Al mismo tiempo, diversos factores —incluidos el aumento del desempleo y la fragilidad de las condiciones crediticias (especialmente en Hungría y Rumanía)— indican que se mantiene la debilidad de la demanda interna. En marzo, la inflación interanual, medida por el IAPC, se situaba en un nivel bastante bajo en la República Checa: un 0,4%. Por el contrario, en Hungría, Polonia y Rumanía, se mantuvo en niveles más altos: 5,7%, 2,9% y 4,2%, respectivamente. El 26 de abril de 2010, el Magyar Nemzeti Bank decidió rebajar su principal tipo de interés oficial en 25 puntos básicos, hasta un mínimo histórico del 5,25%.

#### **ECONOMÍAS EMERGENTES DE ASIA**

La exportaciones de las economías emergentes de Asia han seguido superando las expectativas de los mercados. El fortalecimiento de la demanda interna, sumado al vigoroso crecimiento de las exportaciones ha dado lugar a un aumento del producto de la región. A su vez, las altas tasas de crecimiento han contribuido a reducir el desempleo en algunos países. En marzo, el conjunto de la región registraba tasas de inflación interanuales algo más bajas que en febrero (3,4% frente al 3,7%) y, en varios países, se aplicó una política monetaria más restrictiva. En abril, el Banco de Reserva de India elevó sus tipos de interés oficiales en 25 puntos básicos por segunda vez en lo que va de año.

En China, el PIB real creció a una tasa interanual del 11,9% en el primer trimestre de 2010, el mejor resultado observado desde el último trimestre de 2007. Aunque las medidas de estímulo fiscal y monetario aplicadas anteriormente han seguido respaldando el crecimiento, la demanda interna privada —tanto la inversión como el consumo— se ha hecho cada vez más autosostenida. También se ha recuperado la demanda exterior. Las exportaciones nominales aumentaron un 24% en tasa interanual en marzo, principalmente como consecuencia de la revitalización del comercio de transformación, mientras que las importaciones crecieron un 66%, impulsadas por la fuerte demanda de materias primas y la subida de los precios de importación. Como resultado, China registró en marzo un déficit comercial de 7,2 mm de dólares estadounidenses, el primer déficit mensual en seis años. La inflación, medida por el IPC, se redujo hasta el 2,4% en marzo, desde el 2,7% de enero, como consecuencia de la evolución de los precios de los alimentos. No obstante, a nivel nacional, los precios de la vivienda y de los terrenos han experimentado un fuerte repunte en los últimos meses en un contexto de holgada liquidez, condiciones crediticias poco restrictivas y tipos de interés reales negativos sobre los depósitos.

#### **AMÉRICA LATINA**

En América Latina, la actividad económica siguió recuperándose rápidamente en la mayoría de los países, registrándose aumentos de la producción industrial en Argentina, Brasil y México del 11%, el 18,4% y el 4,5%, respectivamente, en febrero, en comparación, en todos los casos, con un año antes. Al mismo tiempo, se intensificaron las presiones inflacionistas. Más concretamente, en marzo, la infla-

ción general medida por los precios de consumo se situó, en Argentina, un 9,7% por encima del nivel registrado un año antes, mientras que, en Brasil y México, el incremento fue del 4,8% y del 5%, respectivamente. En abril, el Banco Central de Brasil elevó su tipo de interés oficial en 75 puntos básicos, hasta el 9,5%.

## 1.2 MERCADOS DE MATERIAS PRIMAS

Tras mantenerse, en general, estables en marzo, los precios del petróleo se incrementaron en abril y principios de mayo. El 5 de mayo, el precio del barril de Brent se situaba en 87,1 dólares estadounidenses, es decir, alrededor de un 11% por encima del nivel de comienzos de año (véase gráfico 4). De cara al futuro, los participantes en los mercados prevén precios más altos en el medio plazo, y los futuros con entrega en diciembre de 2012 se negocian actualmente en torno a 93,1 dólares estadounidenses el barril.

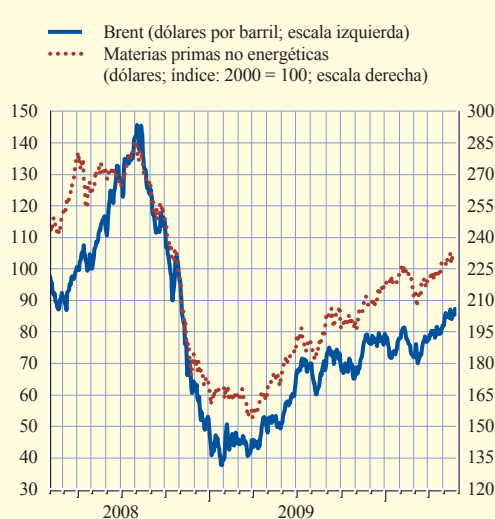
Por lo que respecta a las variables fundamentales, la Agencia Internacional de la Energía (AIE) ha revisado al alza recientemente sus proyecciones de demanda de petróleo en vista de la evolución más favorable de las economías de la OCDE. En general, se prevé que, en 2010, la demanda de petróleo aumente significativamente, en 1,7 millones de barriles diarios, en comparación con el año pasado, principalmente como consecuencia de la fuerte demanda de China y Oriente Medio. No obstante, la presión al alza sobre los precios del crudo por el lado de la demanda se ha contrarrestado, en parte, con el exceso de capacidad productiva sin utilizar de los países de la OPEP y las elevadas existencias de la OCDE. Además, la oferta de los países no pertenecientes a la OPEP ha aumentado en los últimos meses, impulsada por el incremento de la producción en Canadá y Rusia. La AIE también revisó al alza sus proyecciones respecto a la oferta de petróleo de los países no pertenecientes a la OPEP hasta 52 millones de barriles diarios en 2010.

Los precios de las materias primas no energéticas se mantuvieron, en general, estables en abril. Los precios de los metales bajaron ligeramente, impulsados en particular por los precios del aluminio y el cobre. Al mismo tiempo, los precios de los alimentos se han recuperado de las recientes caídas como consecuencia del aumento de los precios del trigo y de la soja. En cifras agregadas, el índice de precios de las materias primas no energéticas (denominado en dólares estadounidenses) se situaba, a finales de abril, aproximadamente un 2,5% por encima del nivel de comienzos del año.

## 1.3 PERSPECTIVAS DEL ENTORNO EXTERIOR

Los indicadores adelantados siguen apuntando a una expansión económica en todo el mundo, aunque a un ritmo diferente en los distintos países y regiones. En febrero, los indicadores sintéticos adelantados de las economías de la OCDE señalaban la continuidad de la expansión (véase gráfico 5), observándose

Gráfico 4 Principales indicadores de los mercados de materias primas



Fuentes: Bloomberg y HWWI.

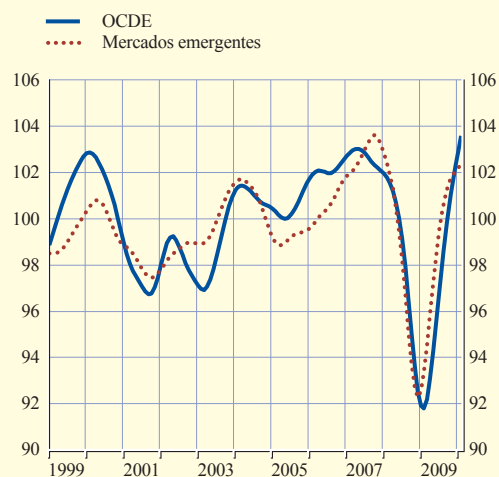
las señales más evidentes de aumento de la actividad económica en Estados Unidos y Japón. Al mismo tiempo, se perciben algunos indicios de expansión económica a un ritmo más lento en China, cuyo indicador sintético adelantado no ha experimentado variaciones en los dos primeros meses de 2010. Los indicadores correspondientes a India, Brasil y Rusia registraron incrementos moderados situándose en niveles próximos o superiores a las medias de largo plazo.

En un clima de incertidumbre inusualmente elevada, los riesgos para la actividad económica mundial continúan estando, en general, equilibrados. Por el lado positivo, la confianza podría mejorar más de lo esperado, lo que podría resultar en una recuperación autosostenida. Por el lado negativo, sigue preocupando que se recrucen las tensiones en algunos segmentos de los mercados financieros. Además, la situación podría complicarse por la posibilidad de que se produzca una espiral negativa de reacciones adversas entre la economía

real y el sector financiero más intensa o prolongada de lo previsto, aumenten de nuevo los precios del petróleo y otras materias primas y se intensifiquen las presiones proteccionistas, y de que la corrección de los desequilibrios mundiales se realice de forma desordenada.

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

(datos mensuales; ajustados a la amplitud del ciclo)



Fuente: OCDE.

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

## 2 EVOLUCIÓN MONETARIA Y FINANCIERA

### 2.1 DINERO Y CRÉDITO DE LAS IFM

Las tasas de crecimiento interanual de M3 y de los préstamos de las IFM al sector privado han continuado en niveles reducidos en los últimos meses. Al mismo tiempo, el crecimiento interanual de M3 sigue subestimando el ritmo de crecimiento monetario subyacente, debido al impacto a la baja de la acusada pendiente de la curva de rendimientos. En conjunto, esta evolución respalda la valoración de que el ritmo de expansión monetaria subyacente sigue siendo moderado y de que las presiones inflacionistas a medio plazo procedentes de la evolución monetaria son contenidas. El débil crecimiento de los préstamos concedidos por las IFM al sector privado observado en marzo de 2010 ocultó un nuevo aumento de la tasa de crecimiento interanual de los préstamos a hogares, mientras que la de los préstamos otorgados por las IFM a las sociedades no financieras se mantuvo invariable, en niveles negativos. Por último, los datos de marzo indican que se ha interrumpido la contracción observada en el balance de las IFM. De hecho, los principales activos de este sector se incrementaron en el primer trimestre de este año.

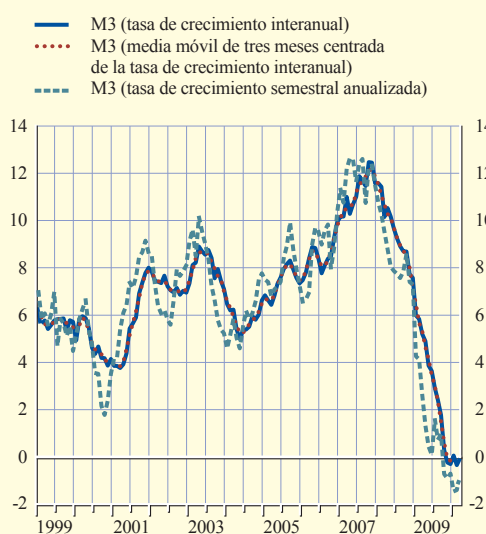
### EL AGREGADO MONETARIO AMPLIO M3

En marzo de 2010, la tasa de crecimiento interanual de M3 continuó fluctuando en torno a cero y se situó en el  $-0,1\%$ , desde el  $-0,3\%$  de febrero (véase gráfico 6). El patrón de crecimiento interanual siguió reflejando el impacto de efectos de base, pero la evolución monetaria continuó dando muestras de debilidad, incluso si se considera más allá de estos efectos. Esto se debe a que la actividad económica sigue siendo moderada, así como al impacto a la baja de la acusada pendiente de la curva de rendimientos, que favorece desplazamientos desde M3 hacia activos a más largo plazo. No obstante, dado que la curva ha presentado esta forma desde principios de 2009, estos desplazamientos han estado disminuyendo en los últimos meses. También continuaron produciéndose trasvases dentro de este agregado monetario, ya que el diferencial entre el tipo de interés de los depósitos a plazo hasta dos años y el de los depósitos a la vista se mantuvo en niveles reducidos y, por tanto, siguió propiciando la colocación de fondos en los activos más líquidos incluidos en M1. En consecuencia, la tasa de crecimiento interanual de M1 permaneció en cotas elevadas, y la diferencia entre la contribución de M1 y la de M3-M1 a la tasa de crecimiento interanual de M3 siguió aumentando.

Del lado de las contrapartidas, la reducida tasa de crecimiento interanual de M3 reflejó el moderado crecimiento del crédito, con una tasa de crecimiento interanual de los préstamos otorgados por las IFM al sector privado que se situó en el  $-0,2\%$  en marzo, desde el  $-0,4\%$  de febrero. Esta evolución ocultó un nuevo incremento de la tasa de crecimiento interanual de los préstamos a hogares, mientras que la de los préstamos a las sociedades no financieras se mantuvo sin variaciones, lo que sugiere que el impulso a la baja ha desaparecido.

Gráfico 6 Crecimiento de M3

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



Fuente: BCE.

Este patrón observado en los préstamos a escala de sectores sigue siendo acorde con regularidades del ciclo económico.

Por lo que respecta a las entidades de crédito de la zona del euro, los datos para el período de tres meses comprendido hasta marzo indican que las ventas de activos en el sector bancario se han interrumpido en los últimos meses, y se han registrado entradas netas en los principales activos de las IFM por primera vez desde el verano de 2009.

### PRINCIPALES COMPONENTES DE M3

La moderada tasa de crecimiento interanual de M3 continuó ocultando diferencias en los niveles de crecimiento de los distintos componentes. La tasa de crecimiento interanual de M1 siguió siendo muy positiva, mientras que la de los instrumentos negociables y la de los depósitos a corto plazo distintos de los depósitos a la vista se mantuvieron en niveles considerablemente negativos.

La tasa de crecimiento interanual de M1 se situó en el 10,9% en marzo, en comparación con el 11% de febrero (véase cuadro 1). El flujo mensual de entrada en M1 fue inferior al del mes precedente, pero siguió siendo positivo, como consecuencia de una entrada elevada en el efectivo en circulación.

La tasa de crecimiento interanual de los depósitos a corto plazo distintos de los depósitos a la vista se situó en el -8% en marzo, y prácticamente no se ha modificado desde enero. Entre los subcomponentes, se registró una nueva salida en los depósitos a plazo hasta dos años (es decir, los depósitos a corto plazo), que quedó compensada, aunque solo en parte, por un flujo de entrada en los depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses (esto es, los depósitos de ahorro a corto plazo). El reducido coste de oportunidad de mantener depósitos a la vista y depósitos de ahorro a corto plazo está proporcionando incentivos para colocar fondos procedentes de los depósitos a corto plazo en estos instrumentos. No obstante, la importancia de estos efectos de sustitución ha disminuido en los últimos meses, ya que los diferenciales de los tipos de interés a corto plazo se han mantenido estables durante un período considerable.

**Cuadro 1 Cuadro resumen de variables monetarias**

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

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

Fuente: BCE.

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



La tasa de crecimiento interanual de los instrumentos negociables aumentó hasta situarse en el  $-10,8\%$  en marzo, desde el  $-12,3\%$  de febrero, como consecuencia de los elevados flujos de entrada registrados en las cesiones temporales, que estuvieron asociados a operaciones en el mercado interbancario liquidadas a través de entidades de contrapartida central pertenecientes al sector de OIF (es decir, los intermediarios financieros no monetarios distintos de las empresas de seguro y los fondos de pensiones). Además, el sector tenedor de dinero incrementó de manera significativa sus tenencias de valores distintos de acciones de las IFM, lo que podrían aportar indicaciones de que la preferencia de los inversores por este instrumento está retornando. En cambio, el flujo mensual observado en el principal subcomponente de los instrumentos negociables, las participaciones en fondos del mercado monetario, continuó siendo negativo, reflejando desplazamientos hacia activos a más largo plazo y, potencialmente, de mayor riesgo.

La tasa de crecimiento interanual de los depósitos de M3, que incluyen los depósitos a corto plazo y las cesiones temporales, y que constituyen el grupo más amplio de activos monetarios para el que se dispone de un detalle por sectores, se mantuvo invariable, en el  $1\%$ , en marzo. Esta tasa ocultó un aumento intermensual considerable de los depósitos de M3 que mantienen las sociedades no financieras, mientras que las tenencias de los hogares descendieron. En consecuencia, la contribución de los hogares volvió a disminuir, mientras que la de las sociedades no financieras siguió recuperándose. La contribución de los hogares ha seguido una tendencia a la baja, una evolución coherente con el hecho de que la renta de este sector suele ir a la zaga de las recuperaciones económicas y con los fuertes incentivos para desplazar fondos hacia activos a más largo plazo. El hecho de que la contribución de las sociedades no financieras se haya estado moviendo, en general, en sentido contrario desde julio de 2009 se debe a que las empresas han estado reponiendo sus reservas de liquidez, algo que suele observarse en las fases iniciales de una recuperación económica.

### PRINCIPALES CONTRAPARTIDAS DE M3

En cuanto a las contrapartidas de M3, la tasa de crecimiento interanual del crédito total concedido por las IFM a residentes en la zona del euro aumentó ligeramente y se situó en el  $1,7\%$  en marzo, desde el  $1,6\%$  de febrero (véase cuadro 1), como consecuencia del incremento de la tasa de crecimiento interanual del crédito otorgado a las Administraciones Públicas, mientras que la tasa de crecimiento interanual del crédito al sector privado continuó fluctuando en torno a cero.

La tasa de crecimiento interanual de los préstamos otorgados al sector privado (el principal componente del crédito a este sector) aumentó por segundo mes consecutivo y se situó en el  $-0,2\%$  en marzo, desde el  $-0,4\%$  de febrero. Ajustada por el impacto de las operaciones de titulización, la citada tasa fue algo más elevada (del  $-0,1\%$ , prácticamente sin variación con respecto a febrero). No obstante, el diferencial entre la serie de préstamos ajustada y la serie sin ajustar ha vuelto a disminuir en los últimos meses, a medida que los efectos de base asociados a las bajas de préstamos del balance a gran escala realizadas a principios de 2009 se han tenido en cuenta en el cálculo de la tasa de crecimiento interanual. Además, en los dos últimos trimestres se han observado flujos negativos en las bajas de préstamos del balance, como consecuencia de la amortización de préstamos dados de baja anteriormente.

La evolución observada en marzo en los préstamos al sector privado siguió ocultando diferencias entre los distintos subsectores. La tasa de crecimiento interanual de los préstamos a las sociedades no financieras permaneció invariable, en el  $-2,4\%$ , en marzo, ocultando el hecho de que los flujos mensuales, que en febrero habían sido claramente positivos por primera vez desde principios de 2009, volvieron a ser negativos. Desde la perspectiva de los plazos de vencimiento, estos flujos negativos fueron resultado, principalmente, de las salidas registradas en los préstamos a plazos más largos, con una entrada reducida en los préstamos hasta un año. Al mismo tiempo, la tasa de crecimiento interanual de los

préstamos a hogares experimentó un nuevo aumento y se situó en el 2,2% en marzo, desde el 1,8% de febrero. Los préstamos para adquisición de vivienda siguieron siendo la modalidad de préstamo que más contribuyó a este incremento, mientras que la contribución del crédito al consumo continuó disminuyendo. En el recuadro 2 se analiza brevemente el impacto de la evolución del mercado inmobiliario en los préstamos para adquisición de vivienda y, en términos más generales, en los préstamos concedidos al sector privado.

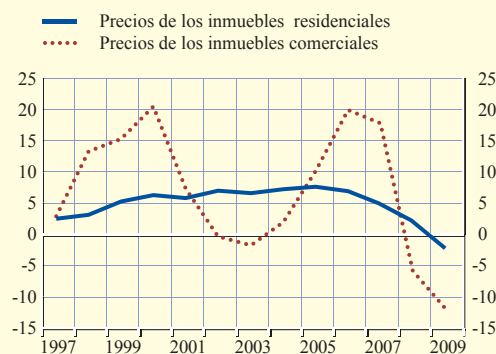
## Recuadro 2

### EVOLUCIÓN DEL MERCADO INMOBILIARIO EN LA ZONA DEL EURO Y SU IMPACTO SOBRE LOS PRÉSTAMOS AL SECTOR PRIVADO

El impacto causado por el mercado de la vivienda en el crecimiento interanual de los préstamos concedidos al sector privado en los últimos años ha sido ampliamente reconocido. Este impacto suele medirse en términos de la contribución realizada por los préstamos a hogares para adquisición de vivienda al crecimiento interanual del total de préstamos concedidos al sector privado. En este recuadro se adopta una perspectiva más amplia y se considera la contribución de una estimación más general de todos los préstamos relacionados con el sector inmobiliario. Esta perspectiva es especialmente relevante en el contexto actual, en el que se está produciendo una corrección del dinamismo observado previamente en este sector, según queda reflejado en la evolución de los precios de los inmuebles residenciales y comerciales (véase gráfico A)<sup>1</sup>.

**Gráfico A Precios de los inmuebles comerciales y de los inmuebles residenciales**

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Jones Lang LaSalle y cálculos del BCE.

#### Una definición operativa del impacto de la evolución del mercado inmobiliario sobre los préstamos al sector privado

La evolución del mercado inmobiliario tiene una influencia en los préstamos concedidos por las IFM al sector privado que va más allá del impacto causado sobre los préstamos a hogares para adquisición de vivienda. En particular, los niveles de actividad en las ramas de actividad que están más estrechamente relacionadas con el mercado inmobiliario, como la construcción y los sectores denominados «actividades inmobiliarias» en este recuadro (que incluyen actividades de compra, venta, alquiler e intermediación), suelen estar correlacionados con los ciclos de este mercado. En consecuencia, para realizar un análisis del impacto total causado por la evolución del mercado inmobiliario en los préstamos al sector privado es necesario adoptar una perspectiva más amplia y considerar no solo los préstamos para adquisición de vivienda, sino también los otorgados a las sociedades no financieras que operan en ramas de actividad ligadas al sector inmobiliario.

<sup>1</sup> Véase también el recuadro 9, titulado «Evolución reciente del mercado de la vivienda en la zona del euro», en este Boletín Mensual.

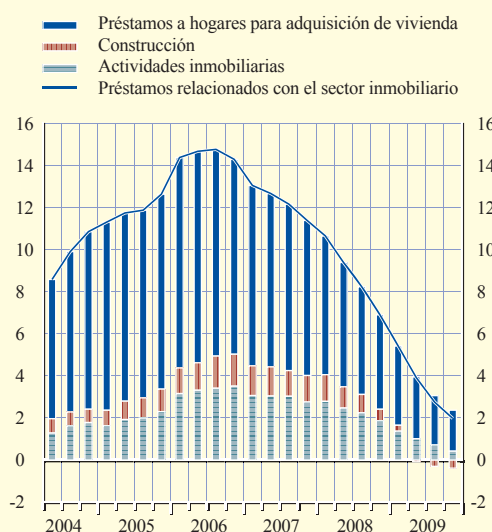
Las estimaciones de préstamos a las sociedades no financieras de la zona del euro por rama de actividad están disponibles con periodicidad trimestral<sup>2</sup>. Estas estimaciones incluyen detalles de la construcción y del sector de actividades inmobiliarias. No obstante, en esas estadísticas, los préstamos a sociedades que operan en el sector de actividades inmobiliarias se combinan con los concedidos a aquellas que desarrollan su actividad en sectores no relacionados con el inmobiliario (como otros servicios empresariales y actividades administrativas). Por consiguiente, en este recuadro se utiliza una estimación, basada en estimaciones de los datos nacionales disponibles para algunos países de la zona del euro, para separar los préstamos al sector de actividades inmobiliarias del resto<sup>3</sup>. Por lo que respecta los préstamos a la construcción, el agregado que se utiliza incluye no sólo los préstamos relacionados con proyectos de edificación, sino también los vinculados a trabajos de ingeniería civil, ya que no es posible realizar un desglose más detallado a partir de los datos disponibles. En los siguientes apartados de este recuadro, los préstamos otorgados a la construcción y al sector de actividades inmobiliarias, junto con los préstamos para adquisición de vivienda, se utilizan para obtener una aproximación de la contribución total de los «préstamos relacionados con el sector inmobiliario» al total de los concedidos al sector privado.

### La importancia relativa de los préstamos para adquisición de vivienda en los préstamos relacionados con el sector inmobiliario

De los tres componentes de los préstamos relacionados con el sector inmobiliario, los préstamos a hogares para adquisición de vivienda son el más importante, y representaron más de dos terceras partes del crecimiento entre 2004 y 2009. La mayor parte del tercio restante correspondió a las actividades inmobiliarias, ya que la contribución de los préstamos a las sociedades no financieras del sector de la construcción es relativamente reducida (véase gráfico B)<sup>4,5</sup>. Todos los componentes han contribuido a la desaceleración observada en los últimos años (con una contribución incluso negativa de la construcción hacia el final del período considerado). No obstante, los préstamos a hogares para adquisición de vi-

Gráfico B Préstamos relacionados con el sector inmobiliario y sus componentes

(tasas de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales)



Fuente: BCE.

Nota: Los «préstamos relacionados con el sector inmobiliario» incluyen los préstamos a hogares para adquisición de vivienda y los préstamos a las sociedades no financieras que operan en la construcción y en el sector de actividades inmobiliarias.

2 Véase el recuadro 5, titulado «Evolución de los préstamos de las IFM a las sociedades no financieras por rama de actividad», en el Boletín Mensual de diciembre de 2009.

3 Los préstamos a las sociedades no financieras que operan en el sector de actividades inmobiliarias se calculan como porcentaje del total de préstamos otorgados a las sociedades no financieras dedicadas a actividades inmobiliarias, otros servicios empresariales y actividades administrativas, para los países de la zona del euro que proporcionan estimaciones a nivel de país únicamente sobre las actividades inmobiliarias. A continuación, esta estimación se utiliza para calcular los préstamos para actividades inmobiliarias a escala de la zona del euro. En este contexto se supone que la contribución de los préstamos a las sociedades no financieras que realizan actividades inmobiliarias es la misma en los demás países.

4 La distinción entre construcción y actividades inmobiliarias no es clara, ya que empresas que se clasifican como pertenecientes al sector de la construcción en función de su actividad principal también podrían realizar actividades inmobiliarias.

5 Los cambios en la evolución de los préstamos pueden influir en las contribuciones relativas de esos tres componentes, debido a las diferencias registradas en los plazos de vencimiento típicos de las tres modalidades de préstamo.

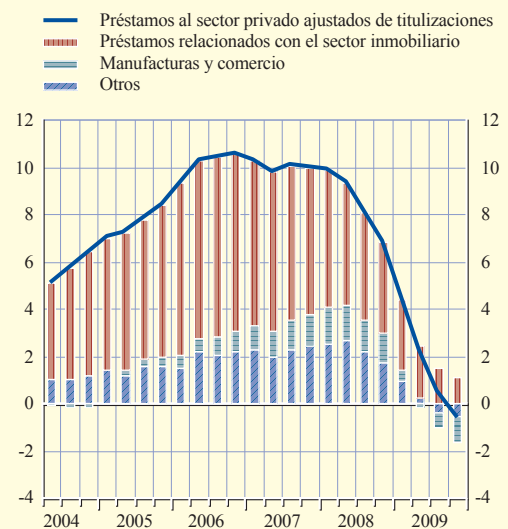
vienda han sido los que han jugado un papel más importante, en términos absolutos, a la hora de explicar el crecimiento.

### La importancia relativa de los préstamos relacionados con el sector inmobiliario en los préstamos al sector privado

El gráfico C muestra que los préstamos relacionados con el sector inmobiliario son los que más han contribuido al crecimiento de los préstamos al sector privado. En 2006, en el punto de máximo crecimiento del ciclo crediticio más reciente, estos préstamos contribuyeron con unos 7 puntos porcentuales a la tasa de crecimiento total de los préstamos, que fue del 10%. El resto correspondió a i) los préstamos a las sociedades no financieras que operan en las manufacturas, en el comercio y en otras actividades, y ii) los préstamos a hogares para fines distintos de la adquisición de vivienda, con una contribución de alrededor de 1 y 2 puntos porcentuales, respectivamente. Desde entonces, la contribución de los préstamos relacionados con el sector inmobiliario ha disminuido de forma ininterrumpida, y a ellos es atribuible aproximadamente la mitad del descenso de la tasa de crecimiento interanual del total de préstamos al sector privado. Sin embargo, al menos en los últimos trimestres, la intensidad de la desaceleración total observada se debe, principalmente, a la contracción registrada en los préstamos a las sociedades no financieras que operan en las manufacturas y en el comercio. Los flujos de préstamos otorgados a sociedades no financieras que realizan estas actividades relativamente cíclicas se redujeron drásticamente tras la intensificación de la crisis financiera, a finales de 2008, y fueron negativos durante la mayor parte de 2009.

**Gráfico C Préstamos al sector privado y contribución de los préstamos relacionados con el sector inmobiliario**

(tasas de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales)



Fuentes: BCE y cálculos del BCE.

Notas: Los «préstamos relacionados con el sector inmobiliario» incluyen los préstamos a hogares para adquisición de vivienda y los préstamos a las sociedades no financieras que operan en la construcción y en el sector de actividades inmobiliarias. «Manufacturas y comercio» incluye los préstamos a las sociedades no financieras dedicadas a la manufactura, reparación e instalación de maquinaria y equipo, así como las ventas al por mayor y al por menor. «Otros» incluye los préstamos a las sociedades no financieras dedicadas a otras actividades y los préstamos a hogares para fines distintos de la adquisición de vivienda.

### La contribución de los préstamos relacionados con el sector inmobiliario oculta considerables diferencias entre países

Los datos sobre préstamos relacionados con el sector inmobiliario a escala de la zona del euro ocultan una heterogeneidad significativa a nivel de países, tanto en términos de su contribución como de su evolución en el tiempo, como consecuencia de las considerables diferencias observadas en la evolución del mercado de la vivienda de los distintos países. Ciertamente, algunos países con una participación relativamente reducida en el PIB de la zona del euro realizaron una contribución desproporcionadamente elevada al crecimiento de los préstamos relacionados con el sector inmobiliario a partir de 2004, antes de experimentar una corrección más fuerte posteriormente. Mientras, otros países con una participación relativamente elevada en el PIB tuvieron una evolución más moderada durante el

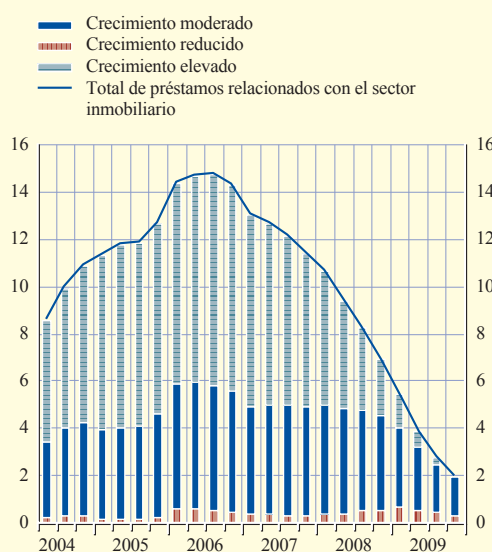
período considerado. Para ilustrar estos patrones, los países de la zona se han dividido en función de las tasas de crecimiento de los préstamos relacionados con el sector inmobiliario en 2006, dando como resultado tres grupos (a saber, países de crecimiento elevado, moderado y reducido) de tamaño similar en términos de su participación en los saldos vivos totales<sup>6</sup>. En 2006, el grupo de crecimiento elevado contribuyó con unos 9 puntos porcentuales a la tasa de crecimiento total del 15% registrada, mientras que la contribución de los grupos de países de crecimiento moderado y reducido fue de unos 5 puntos porcentuales y 1 punto porcentual, respectivamente. La contribución del grupo de crecimiento elevado ha disminuido notablemente desde entonces (situándose próxima a cero en el cuarto trimestre de 2009), y ha explicado más de la mitad de la reducción observada en la tasa de crecimiento interanual de los préstamos relacionados con el sector inmobiliario (véase gráfico D). La contribución de los grupos de crecimiento moderado y reducido también ha disminuido (aunque en mucha menor medida), y cayó hasta situarse en torno a 2 y 0,5 puntos porcentuales, respectivamente. Ciertamente, estos dos grupos han sustentado el crecimiento de los préstamos relacionados con el sector inmobiliario en los últimos trimestres.

En general, este recuadro demuestra que aunque el impacto de la actividad en el mercado inmobiliario sobre el crecimiento de los préstamos al sector privado va más allá de la contribución de los préstamos para adquisición de vivienda, estos representan la cuota más importante dentro de los préstamos relacionados con el sector inmobiliario. Por consiguiente, la moderada recuperación que se observa actualmente en los préstamos para adquisición de vivienda debería respaldar el crecimiento total de los préstamos al sector privado, especialmente si da lugar a una recuperación del crecimiento de los préstamos a las sociedades no financieras que operan en la construcción y en el sector de actividades inmobiliarias, o coincide con dicha recuperación.

6 Se ha elegido 2006 como año de referencia porque fue el año en que se registró el máximo crecimiento en el ciclo más reciente de préstamos relacionados con actividades inmobiliarias. El grupo de países de crecimiento elevado incluye Irlanda, España, Grecia, Países Bajos y Eslovenia, el grupo de crecimiento reducido incluye Alemania, Austria y Portugal, y el resto de los países forman el grupo de crecimiento moderado. Las estimaciones de los préstamos relacionados con el sector inmobiliario para los países individuales de la zona del euro están sujetas a mayor incertidumbre y no son publicadas por el BCE.

**Gráfico D Heterogeneidad entre países en los préstamos relacionados con el sector inmobiliario**

(tasas de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales)



Fuentes: BCE y cálculos del BCE.

Notas: Los «préstamos relacionados con el sector inmobiliario» incluyen los préstamos a hogares para adquisición de vivienda y los préstamos a las sociedades no financieras que operan en la construcción y en el sector de actividades inmobiliarias. Los países se incluyen en los grupos de crecimiento elevado, moderado y reducido en función de las tasas de crecimiento registradas en 2006 en nivel de país. Los tres grupos registraron participaciones similares en los saldos vivos ese año (con aproximadamente un tercio cada grupo).

La tasa de crecimiento interanual de los préstamos a hogares ha seguido aumentando en los últimos meses, tras haber registrado un mínimo en el tercer trimestre de 2009, mientras que la de los préstamos a las sociedades no financieras parece haberse estabilizado a partir de principios de 2010, aunque en niveles negativos (véase cuadro 2). En general, estos patrones diferentes en la evolución de los préstamos en los distintos sectores es acorde con regularidades históricas: el crecimiento de los préstamos a los hogares tiende a recuperar-

## Cuadro 2 Préstamos de las IFM al sector privado

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

	Saldo vivo en porcentaje total <sup>1)</sup>	Tasas de crecimiento interanual					
		2009 II	2009 III	2009 IV	2010 I	2010 Feb	2010 Mar
<b>Sociedades no financieras</b>	<b>43,5</b>	<b>4,6</b>	<b>1,2</b>	<b>-1,4</b>	<b>-2,5</b>	<b>-2,4</b>	<b>-2,4</b>
Hasta un año	25,1	-2,6	-8,6	-11,9	-12,2	-12,0	-10,6
De uno a cinco años	19,7	9,8	4,7	-0,2	-3,4	-3,5	-4,4
Más de cinco años	55,2	6,8	5,4	3,9	3,2	3,1	2,7
<b>Hogares<sup>2)</sup></b>	<b>46,3</b>	<b>0,1</b>	<b>-0,1</b>	<b>0,3</b>	<b>1,7</b>	<b>1,8</b>	<b>2,2</b>
Crédito al consumo <sup>3)</sup>	12,5	-0,4	-1,0	-1,0	-0,6	-0,8	-1,1
Préstamos para adquisición de vivienda <sup>3)</sup>	71,9	-0,2	-0,2	0,2	2,0	2,1	2,6
Otras finalidades	15,7	1,5	1,3	1,9	2,4	2,7	2,9
<b>Empresas de seguros y fondos de pensiones</b>	<b>0,8</b>	<b>-3,5</b>	<b>-6,1</b>	<b>-12,3</b>	<b>-8,7</b>	<b>-4,7</b>	<b>-10,8</b>
<b>Otros intermediarios financieros no monetarios</b>	<b>9,4</b>	<b>1,4</b>	<b>-0,0</b>	<b>0,2</b>	<b>0,2</b>	<b>-0,8</b>	<b>-0,1</b>

Fuente: BCE.

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

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

2) Según la definición del SEC 95.

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

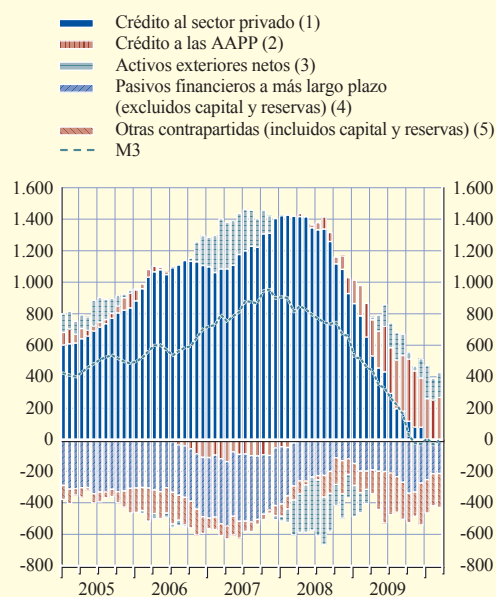
se en una fase temprana del ciclo económico, mientras que el de los préstamos otorgados a las sociedades no financieras suele ir a la zaga de las mejoras observadas en la actividad económica. Para más detalles sobre la evolución de los criterios de aprobación aplicados por las entidades de crédito de la zona del euro y sobre la demanda de préstamos, véase el recuadro 3.

Entre las demás contrapartidas de M3, la tasa de crecimiento interanual de los pasivos financieros a más largo plazo de las IFM (excluidos capital y reservas) siguió disminuyendo, hasta el 4,3% en marzo, frente al 4,5% de febrero. Este descenso fue resultado, fundamentalmente, de los moderados flujos mensuales de salida observados en los depósitos a largo plazo, mientras que los valores a más largo plazo registraron una entrada considerable. Desde una perspectiva sectorial, las entidades de crédito continuaron obteniendo financiación a largo plazo de los hogares en forma de depósitos a largo plazo, reflejo del hecho de que estos instrumentos han seguido estando mucho mejor remunerados que los depósitos a corto plazo. La tasa de crecimiento interanual del capital y las reservas aumentó hasta el 8,8% en marzo, desde el 7,7% de febrero.

Por último, en la posición acreedora neta frente al exterior del sector de las IFM se registraron entradas interanuales por importe de 157 mm de euros en marzo, frente a los 137 mm de euros de febrero (véase gráfico 7). En marzo se registró una entra-

## Gráfico 7 Contrapartidas de M3

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



Fuente: BCE.

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

da mensual de 19 mm de euros, tras contabilizarse una salida mensual neta de 30 mm de euros el mes anterior. Si se consideran las posiciones brutas, los flujos interanuales de activos y pasivos exteriores continuaron siendo negativos. No obstante, el flujo negativo observado en los pasivos fue superior al registrado en los activos.

En resumen, el hecho de que las tasas de crecimiento interanual de M3 y de los préstamos al sector privado hayan descendido durante un período prolongado y de que ambas se hayan mantenido en niveles reducidos en los últimos meses respalda la valoración de que el ritmo de crecimiento monetario subyacente es moderado y de que las presiones inflacionistas a medio plazo derivadas de la evolución monetaria son contenidas. A este respecto, se ha de observar que el fuerte impacto a la baja de la acusada pendiente de la curva de rendimientos está influyendo negativamente en la evolución de M3 y, por tanto, subestimando el ritmo de crecimiento monetario subyacente.

### Recuadro 3

#### RESULTADOS DE LA ENCUESTA SOBRE PRÉSTAMOS BANCARIOS EN LA ZONA DEL EURO DE ABRIL DE 2010

En este recuadro se presentan los principales resultados de la encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro de abril de 2010, que realiza el Eurosistema y que se llevó a cabo entre el 15 de marzo y el 1 de abril de 2010<sup>1</sup>. En general, en lo que respecta a los préstamos a empresas, los resultados de la encuesta apuntan a que el endurecimiento neto de los criterios aplicados para la aprobación de préstamos y líneas de crédito a este sector no experimentó variaciones. De igual modo, el endurecimiento neto de los criterios aplicados al crédito al consumo y otros préstamos a hogares se mantuvo prácticamente invariable. En cambio, el endurecimiento neto de los criterios aplicados a los préstamos a hogares para adquisición de vivienda aumentó ligeramente en el primer trimestre de 2010.

#### Préstamos o líneas de crédito a empresas

En el primer trimestre de 2010, el porcentaje neto<sup>2</sup> de entidades que señaló que se había producido un endurecimiento de los criterios aplicados para la aprobación de préstamos y líneas de crédito a empresas no se modificó, manteniéndose en el 3% (véase gráfico A), una evolución acorde, en líneas generales, con las expectativas de las entidades en la encuesta anterior (el 4%). Los resultados generales de la encuesta para este sector fueron homogéneos en todas las clases de empresas. El porcentaje neto de entidades que indicó que los citados criterios se habían endurecido permaneció prácticamente invariable y se situó en niveles similares tanto para los préstamos concedidos a pequeñas y medianas empresas (el 4%, sin variación con respecto al cuarto trimestre de 2009) como para los otorgados a grandes empresas (el 3%, en comparación con el 4% del último trimestre de 2009).

Entre los factores que contribuyeron al endurecimiento neto de los citados criterios, la contribución de las expectativas relativas al sector o a sociedades concretas (el 21%), así como las expectativas

1 La fecha límite para la recepción de los datos de las entidades participantes fue el 1 de abril de 2010. El 28 de abril de 2010 se publicó una valoración exhaustiva de los resultados, que se puede consultar en la dirección del BCE en Internet.

2 El porcentaje neto se refiere a la diferencia entre el porcentaje de entidades que ha indicado que los criterios de concesión de los préstamos se han endurecido y el de las que han señalado que se han relajado. Un porcentaje neto positivo indica que las entidades participantes han tendido a endurecer los criterios de aprobación («se han endurecido en términos netos»), mientras que un porcentaje neto negativo es indicativo de que las entidades han tendido a relajar los citados criterios («se han relajado en términos netos»).

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

(en porcentaje neto)



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

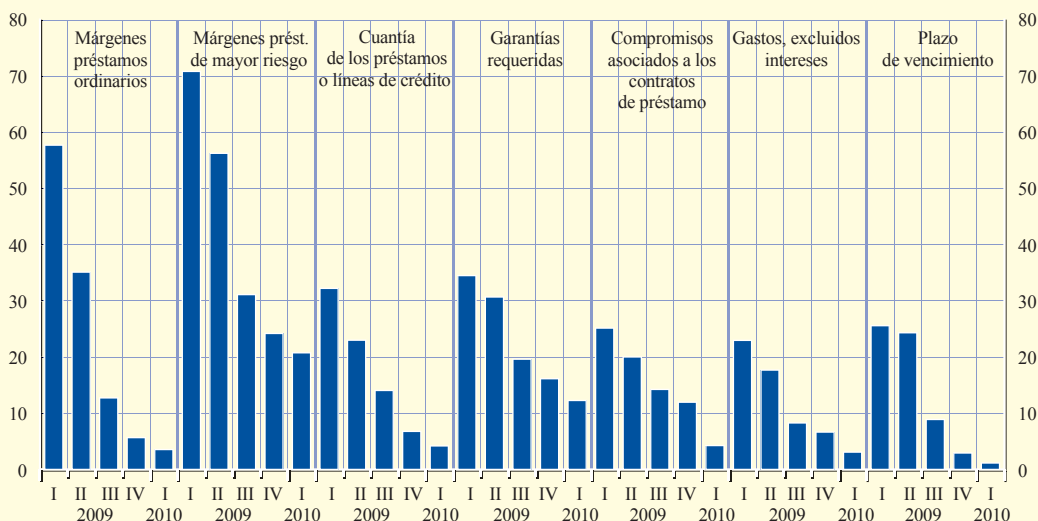
relativas a la actividad económica en general (el 9%), prácticamente no se modificaron con respecto al cuarto trimestre de 2009, mientras que la contribución del riesgo relativo a las garantías solicitadas disminuyó (el 4%, desde el 12%). Por tanto, la caída de la contribución de los factores relacionados con la percepción de riesgos de las entidades registrada en 2009 se ralentizó en el primer trimestre de 2010. En cuanto a los factores específicos de las entidades de crédito, el panorama siguió siendo dispar. Los costes relacionados con el nivel de capital de las entidades continuaron contribuyendo al endurecimiento de los criterios aplicados para la aprobación de préstamos, aunque algo menos que anteriormente (el 6%, frente al 9% del cuarto trimestre de 2009). La capacidad de las entidades para acceder a la financiación en los mercados también contribuyó ligeramente al endurecimiento de los criterios, después de haber contribuido a su relajación en los dos trimestres anteriores. En cambio, la situación de liquidez de las entidades, favorecida por las medidas no convencionales de instrumentación de la política monetaria adoptadas por el BCE, siguió contribuyendo a la relajación de los criterios aplicados para la aprobación de préstamos y líneas de crédito (el -6%, en comparación con el -8% del cuarto trimestre de 2009).

El endurecimiento neto de las condiciones relacionadas con el precio y de otras condiciones aplicadas en la concesión de préstamos a empresas continuó disminuyendo en el primer trimestre de 2010 (véase gráfico B). Esta disminución fue generalizada, observándose, en particular, una reducción del endurecimiento neto de los compromisos asociados a los contratos de préstamo (el 4%, frente al 12% del cuarto trimestre de 2009). En los distintos tamaños de empresas, los márgenes aplicados a los préstamos ordinarios concedidos a grandes empresas descendieron ligeramente (el -1%, frente al 6% del último trimestre de 2009), mientras que el endurecimiento neto de los márgenes permaneció prácticamente invariable (el 8%, en comparación con el 7% del cuarto trimestre de 2009) en el caso de los préstamos a pymes.



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

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



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

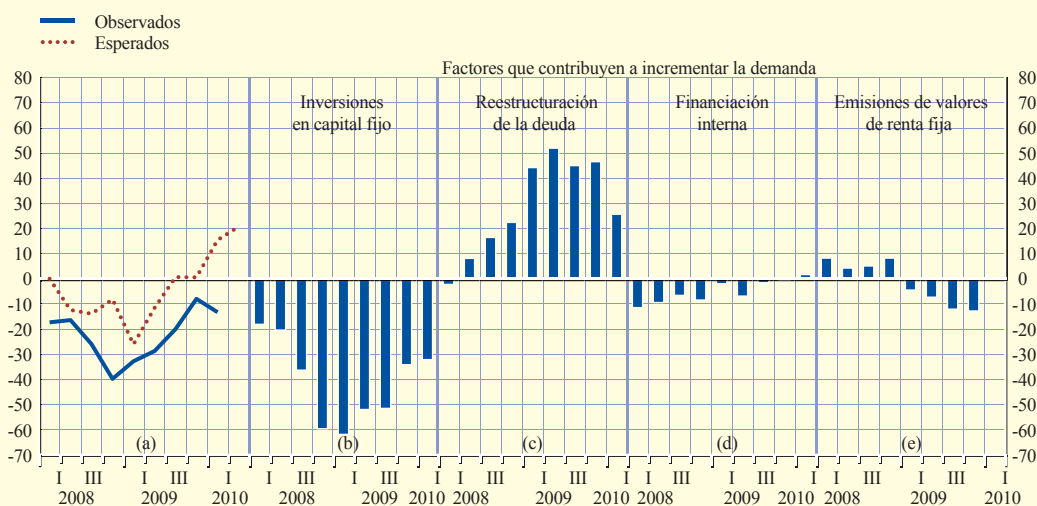
De cara al futuro, las entidades de la zona del euro participantes en la encuesta esperan que el endurecimiento neto de los criterios aplicados para la aprobación de préstamos a empresas se mantenga prácticamente invariable en el segundo trimestre de 2010 (el 2%; véase gráfico A).

**Demanda de préstamos:** La demanda neta<sup>3</sup> de préstamos por parte de empresas se redujo en el primer trimestre de 2010 (hasta situarse en el -13%, frente al -8% del cuarto trimestre de 2009; véase gráfico C). Por tanto, la recuperación gradual de la demanda de préstamos por parte de este sector que se había iniciado en el primer trimestre de 2009 parece haberse debilitado en el primer trimestre de 2010. La demanda neta de préstamos disminuyó tanto para los préstamos a pymes (el -9%, desde el -4%) como para los otorgados a grandes empresas (el -20%, desde el -18%) y, en general, siguió siendo más reducida en el caso de estas últimas. El principal motivo de la caída de la demanda neta de préstamos por parte de las empresas parece ser la contribución menos positiva de las reestructuraciones de deuda (esto es, las modificaciones en las condiciones de la deuda viva de las empresas; el 26%, frente al 47% del último trimestre de 2009), que disminuyó desde los niveles excepcionalmente elevados registrados anteriormente. Las condiciones favorables en los mercados financieros, que llevaron a que la financiación bancaria se sustituyera, en cierta medida, por la financiación en los mismos, también redujeron la demanda de préstamos por parte de las empresas, como indicó, en particular, la contribución negativa de la emisión de valores de renta fija (el -10%, frente al -13% del cuarto trimestre de 2009). En cambio, la contribución negativa de las inversiones en capital fijo permaneció prácticamente invariable, en niveles reducidos (el -32%, frente al -34% del cuarto trimestre de 2009), asociados a la contención del gasto en inversión, mientras que la contribución de las existencias y del capital circulante pasó a ser positiva (situándose en el 3%, desde el -1% del último trimestre de 2009) por primera vez desde el tercer trimestre de 2008.

3 El término «demanda neta» se refiere a la diferencia entre el porcentaje de entidades que ha indicado que ha aumentado la demanda de préstamos y el de las que han señalado que ha disminuido.

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

(en porcentaje neto)



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

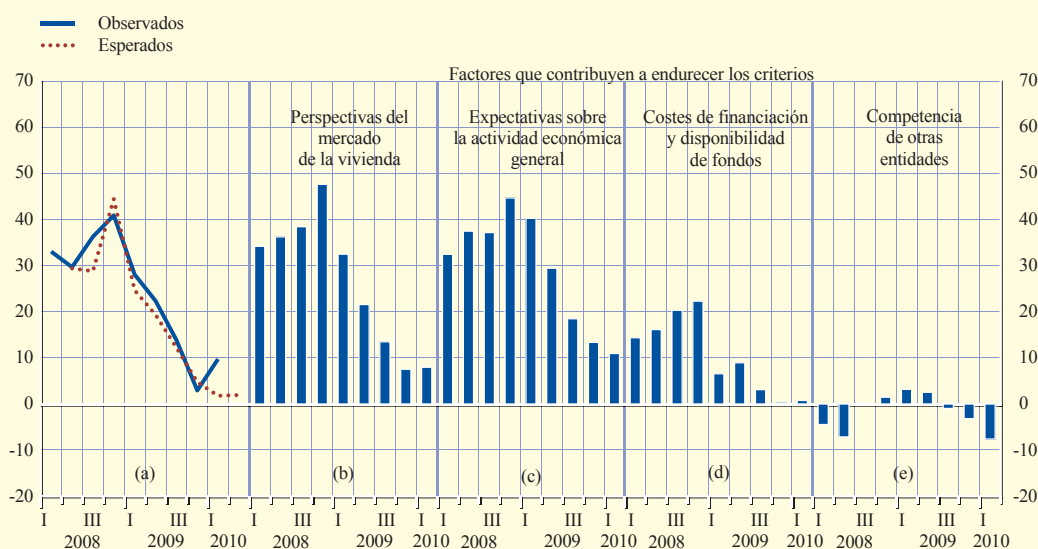
De cara al futuro, las entidades de crédito siguen siendo relativamente optimistas en lo que respecta a la demanda de préstamos de las empresas. En términos netos, el 21% (frente al 16% de la encuesta anterior) espera que la demanda neta de préstamos de este sector pase a ser positiva en el segundo trimestre de 2010 y, en consonancia con el patrón actual de demanda de préstamos, se espera que sea más positiva para las pymes (el 24% en el segundo trimestre de 2010) que para las grandes empresas (el 9%).

### Préstamos a hogares para adquisición de vivienda

**Criterios de aprobación del crédito:** En contraste con la evolución observada en trimestres anteriores y con la situación de los préstamos concedidos a las empresas, se ha registrado un aumento del porcentaje neto de entidades que señaló que los criterios aplicados para la aprobación de préstamos a hogares para adquisición de vivienda se habían endurecido en el primer trimestre de 2010 (hasta el 10%, desde el 3% del cuarto trimestre de 2009; véase gráfico D). Esto supone también cierto contraste con las expectativas de las entidades en la encuesta anterior, en la que preveían un endurecimiento neto reducido similar al del último trimestre de 2009. Además, parece que el endurecimiento neto adicional del primer trimestre de 2010 no quedó reflejado en los factores subyacentes que, o prácticamente no se modificaron (por ejemplo, las perspectivas relativas al mercado de la vivienda), o contribuyeron menos al endurecimiento neto de los criterios aplicados (por ejemplo, las expectativas relativas a la actividad económica en general) en el citado trimestre. Al mismo tiempo, parte de la explicación del aumento del endurecimiento neto de los criterios puede estar relacionada con otros factores, como cambios en la gestión de riesgos de las entidades. Al igual que en la encuesta anterior, y a diferencia de lo observado en los préstamos a empresas, los costes de financiación y disponibilidad de fondos de las entidades, consideradas restricciones puras por el lado de la oferta para la concesión de préstamos, siguieron siendo neutrales (el 1%, frente al 0% del cuarto trimestre de 2009).

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

(en porcentaje neto)



Nota: Véanse las notas del gráfico A.

En cuanto a las condiciones aplicadas a los préstamos a hogares para adquisición de vivienda, las entidades continuaron aumentando los márgenes aplicados a los préstamos de mayor riesgo (el 16%) y endureciendo la relación entre el principal y el valor de la garantía (el 11%) y las garantías solicitadas (el 4%), aunque de forma moderada en comparación con los niveles observados hace un año. En cambio, el plazo de vencimiento de los préstamos (el 1%) se mantuvo neutral, en general, y los márgenes aplicados a los préstamos ordinarios (el -3%) se redujeron en el primer trimestre de 2010 por primera vez desde el tercer trimestre de 2007.

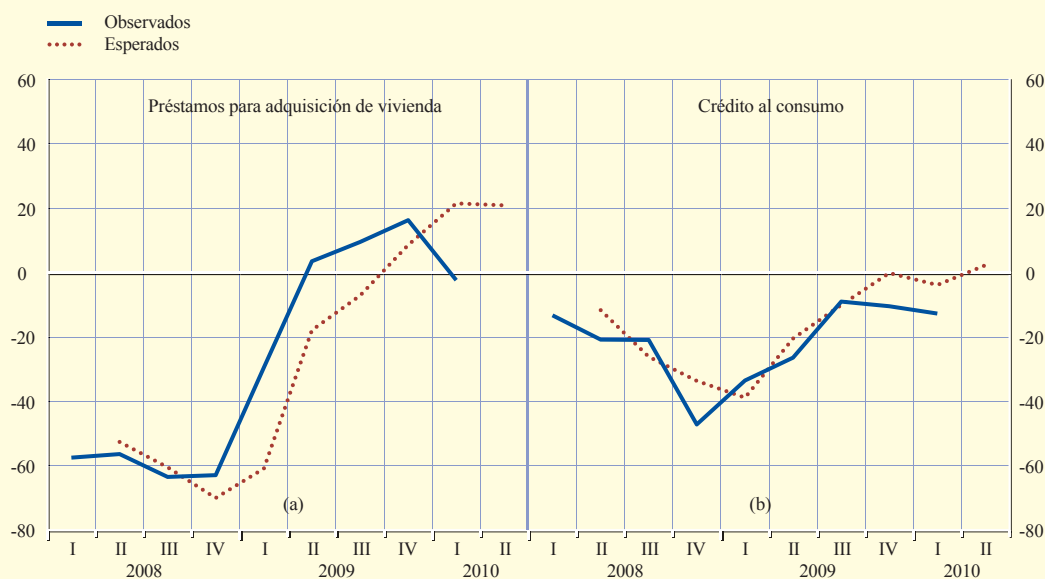
De cara al futuro, las entidades esperan que el endurecimiento neto de los criterios aplicados para la aprobación de préstamos para adquisición de vivienda disminuya de nuevo en el segundo trimestre de 2010 (hasta el 2%).

**Demanda de préstamos:** La demanda neta de préstamos para adquisición de vivienda se redujo de manera significativa en el primer trimestre de 2010 (situándose en el -2%, en comparación con el 16% del cuarto trimestre de 2009), tras aumentar durante tres trimestres consecutivos y en contraste con la demanda neta positiva esperada por las entidades en la encuesta anterior (véase gráfico E). La disminución de la demanda neta es atribuible, en particular, a una contribución menos positiva de las perspectivas relativas al mercado de la vivienda (el 3%, frente al 8% del cuarto trimestre de 2009) y a una contribución más negativa de la confianza de los consumidores (el -13%, frente al -2% del último trimestre de 2009). Además, la competencia de otras entidades contribuyó negativamente a la demanda de esta modalidad de préstamo (el -6%, desde el 0%).

De cara al futuro, las entidades esperan que la demanda neta de préstamos para adquisición de vivienda aumente en el segundo trimestre de 2010 (hasta el 21%).

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

(en porcentaje neto)



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

### Crédito al consumo y otros préstamos a hogares

**Criterios de aprobación del crédito:** El porcentaje neto de entidades que señaló que los criterios aplicados para la aprobación de créditos al consumo y otros préstamos a hogares se habían endurecido se mantuvo prácticamente invariable en el primer trimestre de 2010 (el 11%, en comparación con el 10% del cuarto trimestre de 2009; véase gráfico F), en consonancia, en líneas generales, con las expectativas de la encuesta anterior. Las expectativas de las entidades relativas a la actividad económica en general (el 10%, frente al 13% del cuarto trimestre de 2009) y la solvencia de los consumidores (el 19%, en comparación con el 17% del cuarto trimestre de 2009) fueron los factores que más contribuyeron al endurecimiento neto de los criterios de aprobación, mientras que la competencia entre entidades contribuyó a que se produjera una relajación de los citados criterios (el -3%, frente al -1% del último trimestre de 2009). Además, al igual que en el caso de los préstamos para adquisición de vivienda, los costes de financiación y disponibilidad de fondos de las entidades tuvieron una contribución neutral, en general, a la concesión de crédito al consumo y otros préstamos a hogares (el 1%, en comparación con el 4% del cuarto trimestre de 2009).

De cara al futuro, las entidades esperan que el endurecimiento neto disminuya en el segundo trimestre de 2010 (hasta el 2%).

**Demanda de préstamos:** La evolución de la demanda de crédito al consumo parece haber sido algo más contenida en el primer trimestre de 2010 (el -13%, frente al -10% del último trimestre de 2009; véase gráfico E). Las entidades habían esperado una caída menor para el primer trimestre de 2010. Aunque la mayor parte de los factores que influyen en la demanda de crédito al consumo permaneció

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

(en porcentaje neto)



Nota: Véanse las notas del gráfico A.

prácticamente invariable en el primer trimestre de 2010, la competencia de otras entidades redujo en cierta medida la demanda neta de esta modalidad de crédito.

De cara al futuro, en contraste con la encuesta anterior, las entidades esperan que la demanda neta de crédito al consumo y otros préstamos a hogares sea ligeramente positiva en el segundo trimestre de 2010 (el 2%).

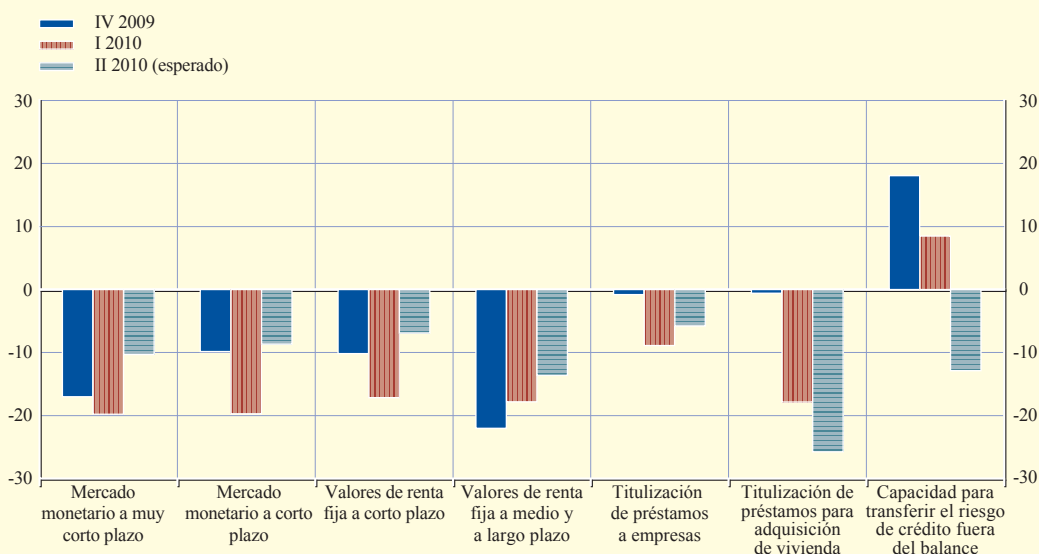
**Preguntas ad hoc sobre el impacto de las turbulencias en los mercados financieros**

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

Para el primer trimestre de 2010, las entidades participantes en la encuesta indicaron, en general, que su acceso a la financiación en los mercados mayoristas había mejorado, con la excepción de su capacidad para transferir el riesgo de crédito fuera de sus balances (véase gráfico G). En términos netos, aproximadamente el 17%–20% de las entidades participantes (excluidas aquellas que respondieron «no es aplicable a mi entidad»), señalaron que el acceso a los mercados monetarios y a los mercados de renta fija había mejorado en el primer trimestre de 2010. Además, después de una valoración neutral, en líneas generales, del acceso a la titulización fuera de balance o real para los préstamos a empresas y para los préstamos para adquisición de vivienda en el cuarto trimestre de 2009, las entidades para las que esta línea de negocio es relevante (esto es, alrededor del 60% de las entidades) consideraron que la situación era claramente más positiva, en particular en lo que respecta a la titulización de préstamos para adquisición de vivienda. En términos netos, el 18% de estas entidades señalaron que el acceso a este tipo de titulización había mejorado. En cambio, según el 9% de las

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

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



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

entidades para las que la titulización sintética, esto es, la capacidad para transferir el riesgo de crédito fuera del balance, es importante (es decir, el 40% de los encuestados), el acceso a la misma continuó deteriorándose, si bien las entidades manifestaron que habían tenido menos dificultades para transferir este riesgo que en el trimestre precedente. Para el segundo trimestre de 2010, las entidades esperan una nueva mejora en el acceso a la financiación en los mercados mayoristas. Concretamente, en términos netos, el 13% de las entidades para las que esta línea de negocio es relevante esperan que el acceso a la titulización sintética también se vea facilitado.

Por lo que se refiere al impacto de las turbulencias financieras sobre los costes relacionados con el nivel de capital de las entidades y sobre su política crediticia, apenas se registraron variaciones entre el cuarto trimestre de 2009 y el primer trimestre de 2010. En el primer trimestre de 2010, aproximadamente el 40% de las entidades participantes en la encuesta indicó que las turbulencias habían causado «cierto» impacto o un impacto «considerable» sobre el capital y sobre la política crediticia, una valoración acorde, en general, con las respuestas de la encuesta anterior. Además, el 38% (frente al 32% en el cuarto trimestre de 2009) señaló que su nivel de capital básicamente no se había visto afectado en el primer trimestre de 2010 como consecuencia de las turbulencias financieras.

## 2.2 EMISIONES DE VALORES

La tasa de crecimiento interanual de la emisión de valores distintos de acciones siguió moderándose, y en febrero de 2010 se redujo hasta el 6,3%. Los datos sobre la actividad emisora por sectores ponen de manifiesto que esta moderación fue generalizada en la mayor parte de los sectores, excepto en el sector no financiero, y también en los distintos plazos de vencimiento. Mientras, la tasa de crecimiento interanual de la emisión de acciones cotizadas se mantuvo prácticamente invariable.

### VALORES DISTINTOS DE ACCIONES

La tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro continuó moderándose y en febrero de 2010 se redujo hasta el 6,3%, desde el 7,7% del mes precedente (véase cuadro 3). Siguiendo la tendencia a la baja que comenzó hace un año, la tasa de crecimiento interanual de la emisión de valores distintos de acciones a corto plazo disminuyó hasta el -5,9% en febrero de 2010. Al mismo tiempo, la tasa de crecimiento interanual de la emisión de valores distintos de acciones a largo plazo cayó hasta el situarse en el 8%. La tasa de crecimiento semestral anualizada y desestacionalizada de la emisión de valores distintos de acciones, que capta mejor las tendencias a corto plazo, confirma que se ha producido una moderación generalizada de la emisión en todos los sectores institucionales (véase gráfico 8).

En los últimos meses, la actividad de refinanciación ha repuntado, debido al aumento registrado

en la emisión de valores distintos de acciones a largo plazo, principalmente a tipo de interés fijo, en detrimento de la emisión de valores a corto plazo. No obstante, parece que, en febrero de 2010, la tasa de crecimiento interanual de la emisión de valores distintos de acciones a largo plazo a tipo de interés fijo empezó a estabilizarse, y se situó en el 11%, en comparación con el 11,6% del mes precedente. Al mismo tiempo, la tasa de crecimiento interanual de la emisión de valores a largo plazo a tipo de interés variable se redujo hasta aproximadamente la mitad, el 1,5%, desde el 3,4% del mes precedente.

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

(tasas de crecimiento semestrales anualizadas desestacionalizadas)



Fuente: BCE.

**Cuadro 3 Valores emitidos por residentes en la zona del euro**

Sector emisor	Saldo vivo (mm de euros)	Tasa de crecimiento interanual <sup>1)</sup>					
		2010		2009			
		Febrero	Enero	I	II	III	IV
<b>Valores distintos de acciones:</b>	<b>15.206</b>	<b>10,6</b>	<b>12,0</b>	<b>11,5</b>	<b>10,2</b>	<b>7,7</b>	<b>6,3</b>
IFM	5.416	5,9	5,8	4,1	2,9	2,2	0,5
Instituciones financieras no monetarias	2.976	30,8	32,5	28,6	22,2	13,2	9,4
Sociedades no financieras	827	7,9	10,3	13,3	15,5	13,2	14,3
Administraciones Públicas	5.987	9,6	12,2	13,5	12,7	10,1	9,8
<i>De las cuales:</i>							
Administración Central	5.612	9,9	12,4	13,7	12,9	10,2	9,8
Otras Administraciones Públicas	375	6,0	9,6	9,5	10,4	9,1	10,8
<b>Acciones cotizadas:</b>	<b>4.171</b>	<b>1,2</b>	<b>1,9</b>	<b>2,7</b>	<b>2,8</b>	<b>2,9</b>	<b>3,0</b>
IFM	504	7,2	8,7	9,4	8,9	8,3	8,3
Instituciones financieras no monetarias	337	3,1	3,4	4,1	2,9	5,3	5,4
Sociedades no financieras	3.330	0,0	0,8	1,6	1,9	1,9	2,0

Fuente: BCE.

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

En cuanto a la emisión por sectores, la moderación observada en el ritmo de emisión de valores distintos de acciones en febrero de 2010 pareció ser generalizada, aunque no incluyó al sector empresas, en el que se registró un repunte y la emisión se situó en niveles elevados en términos históricos. Concretamente, la tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por las sociedades no financieras de la zona del euro fue del 14,3% en febrero de 2010, desde el 13,2% del mes anterior. Los elevados volúmenes y el ritmo sostenido de emisión neta de valores distintos de acciones a largo plazo a tipo de interés fijo desde finales de 2008 sugiere que las empresas, especialmente las grandes empresas, han obtenido financiación en los mercados de capitales, beneficiándose, en particular, del estrechamiento de los diferenciales de los valores de renta fija privada y como muestra de que están reaccionando ante las condiciones relativamente estrictas aplicadas a los préstamos bancarios, según se indica en la encuesta sobre préstamos bancarios de abril de 2010 (véase recuadro 3).

Pese a observarse algunas señales de moderación, la tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por las Administraciones Públicas se mantuvo elevada en febrero de 2010, en el 9,8%, en comparación con el 10,1% del mes precedente. Esta evolución es acorde con la persistencia de unas necesidades de financiación considerables de los sectores públicos de la zona del euro, aunque se ha de destacar que en los últimos meses se ha producido una fuerte reducción de la emisión de valores distintos de acciones a corto plazo (véase también el recuadro 4).

En cuanto al sector financiero, la tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por las IFM experimentó un acusado descenso y se situó en el 0,5% en febrero, el nivel más bajo registrado en las dos últimas décadas. Esta debilidad ha estado impulsada, en gran parte, por la pronunciada contracción de la emisión de valores distintos de acciones a corto plazo (con una tasa de crecimiento interanual del -14,2% en febrero de 2010), mientras que la de la emisión de valores distintos de acciones a largo plazo se redujo hasta el 3,3%. El panorama en lo que respecta a los valores distintos de acciones emitidos por las instituciones financieras no monetarias es prácticamente similar, con una tasa de crecimiento interanual que cayó hasta el 9,4% en febrero de 2010, desde el 13,2% del mes anterior, debido, principalmente, a que la emisión a corto plazo volvió a experimentar una fuerte disminución.

### ACCIONES COTIZADAS

La tasa de crecimiento interanual de las acciones cotizadas emitidas por residentes en la zona del euro permaneció prácticamente invariable, en el 3%, en febrero de 2010 (véase gráfico 9). Aunque la tasa de crecimiento interanual de la emisión de acciones cotizadas por las IFM se moderó ligeramente con respecto a los meses anteriores, se mantuvo elevada, en el 8,3%, en febrero de 2010. Esto refleja los esfuerzos de las entidades de crédito por captar capital para consolidar sus balances. Mientras, la tasa de crecimiento interanual de la emisión de acciones cotizadas por las sociedades no financieras apenas experimentó variaciones y fue del 2% en febrero, pese al coste relativamente elevado de la financiación mediante acciones.

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

(tasas de crecimiento interanual)



Fuente: BCE.

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



## Recuadro 4

**EL TAMAÑO Y LA COMPOSICIÓN DEL ENDEUDAMIENTO PÚBLICO EN LA ZONA DEL EURO**

Desde que se inició la crisis financiera, la deuda pública ha aumentado sustancialmente tras un período de necesidades de financiación relativamente reducidas. En 2010, es probable que el endeudamiento de las Administraciones Públicas de la zona del euro —para financiar los déficits públicos y refinanciar los vencimientos de deuda pública— ascenderá aproximadamente al 26% del PIB de la zona del euro, lo que representa un pronunciado incremento con respecto al 15% del PIB en 2007 y al 17% del PIB en 2008.

El tamaño y la composición del endeudamiento público preocupan a los bancos centrales por varios motivos. En primer lugar, los efectos del endurecimiento de la política monetaria sobre la actividad económica y los precios podrían verse potenciados si un Gobierno adopta medidas fiscales para contrarrestar el impacto del creciente gasto por intereses en el saldo presupuestario total. En segundo lugar, el tamaño y la composición del endeudamiento público también afecta a las condiciones de financiación del sector privado, teniendo posibles efectos negativos en el conjunto de la actividad económica. En tercer lugar, un porcentaje mayor de deuda pública a corto plazo o de instrumentos a tipo de interés variable reduce el gasto público por intereses en momentos en que los tipos de interés de mercado a corto plazo son bajos. No obstante, *ceteris paribus*, amplía la exposición de los Gobiernos a los riesgos de financiación derivados de cambios en los tipos de interés oficiales o en el clima de los mercados.

En estas circunstancias, este recuadro examina: a) los instrumentos de endeudamiento de las Administraciones Públicas de la zona del euro, b) la denominación de la divisa y el tipo de inversores, c) la estructura de vencimientos de la deuda pública en circulación y cómo ha cambiado desde el inicio de la crisis, y d) la relación entre la pendiente de la curva de rendimientos y el comportamiento emisor de los Gobiernos.

**Instrumentos de endeudamiento de las Administraciones Públicas**

En el último año los Gobiernos se han visto obligados a recurrir cada vez más a los mercados financieros y, en cierta medida, también a los bancos para obtener financiación, lo que ha guardado relación con las consecuencias de la crisis financiera y de la recesión económica en la situación de las finanzas públicas. En 2009, los ratios de deuda pública crecieron con rapidez (más de 10 puntos porcentuales) en Irlanda, Grecia, España y Eslovenia, y sus niveles fueron especialmente elevados (muy por encima del 100%) en Italia y Grecia<sup>1</sup>. Los dos tipos principales de instrumentos utilizados por los Gobiernos de la zona del euro para financiarse son los valores distintos de acciones y los préstamos bancarios. A finales de 2009, en torno al 82% de la deuda pública de la zona del euro se financiaba en forma de valores distintos de acciones. El porcentaje de préstamos bancarios en la deuda pública era de alrededor de un 15%. Los préstamos bancarios se utilizan, principalmente, para la financiación de los municipios y de las administraciones locales, o para inversiones a largo plazo, mientras que las administraciones centrales dependen más de la emisión de valores de renta fija negociables.

1 El acusado incremento de la deuda pública en relación con el PIB en 2009 reflejó la conjunción de diversos factores: por un lado, unos déficits primarios elevados (debidos, en parte, a las medidas de estímulo fiscal), por otro lado, un diferencial crecimiento/tipo de interés desfavorable, y, por último, en algunos países, el coste del apoyo en forma de capital a las instituciones financieras. Para más información, véase A. van Riet (ed.), «Euro area fiscal policies and the crisis», Occasional Paper n.º 109, BCE, abril de 2010.

### Denominación de la divisa y tipo de inversores

En marzo de 2010, la gran mayoría de la deuda pública en circulación en la zona del euro estaba denominada en euros (97,3% o 5.873 mm de euros), mientras que únicamente en torno al 2,1% (126 mm de euros) estaba denominada en dólares estadounidenses y el 0,1% (6 mm de euros) en libras esterlinas. Estas cifras pueden compararse con las de enero de 2007: 97,5% en euros, 1,4% en dólares estadounidenses y 0,1% en libras esterlinas. Solo unos pocos países de la zona del euro tienen un porcentaje considerable de su deuda en moneda extranjera, y sus exposiciones a los riesgos de tipo de cambio suele contar con una estrategia de cobertura. Además, el reducido incremento observado en la deuda pública de la zona del euro denominada en dólares estadounidenses entre enero de 2007 y marzo de 2010 estuvo acompañado de una relativa reducción de la deuda denominada en otras monedas (por ejemplo, francos suizos o yenes japoneses).

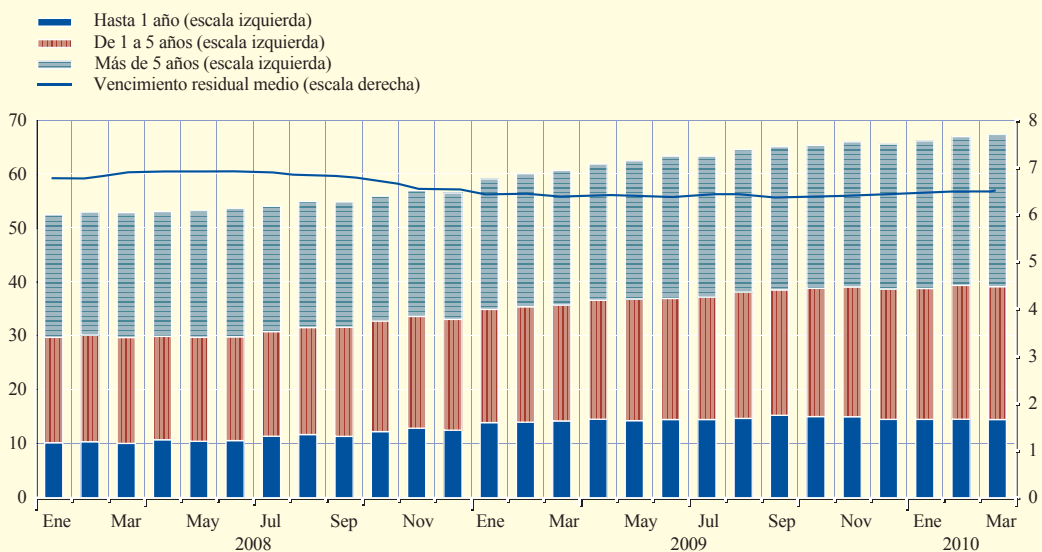
Desde la perspectiva de los países de la zona del euro, los inversores internos (residentes) mantenían alrededor del 47% de la deuda pública, mientras que en torno al 53% estaba en manos de no residentes (incluidos de otros países de la zona del euro). El elevado porcentaje de no residentes con tenencias de deuda pública pone de manifiesto el alto grado de integración de los mercados de capitales. El porcentaje de deuda pública en poder de los inversores internos varía de un país a otro, desde aproximadamente un 20% hasta un 90%.

### Estructura de vencimientos

Por lo que se refiere a la estructura de vencimientos de la deuda pública, este recuadro se centra en el volumen de instrumentos de renta fija negociable en circulación (es decir, bonos y obligaciones del Estado y letras del Tesoro) y no trata de la financiación a través de préstamos bancarios o los efectos de los derivados, que podrían modificar la estructura de vencimientos, aunque solo marginalmente. El

Gráfico A Saldo de deuda pública de la zona del euro en circulación y vencimiento residual

(en porcentaje del PIB; años)



Fuente: Cálculos del BCE.

**Vencimiento residual de la deuda pública de la zona del euro a final de marzo de 2010**

(en porcentaje total; mm de euros)

Meses/años hasta el vencimiento	% de la deuda total	% de la deuda total (en términos acumulados)	mm de euros	mm de euros (en términos acumulados)
0-3 meses	7,1	7,1	429,0	429,0
4-6 meses	6,5	13,6	389,5	818,5
7-9 meses	3,5	17,1	212,0	1.030,5
10-12 meses	4,5	21,5	270,5	1.301,0
13-18 meses	6,0	27,5	361,2	1.662,2
19-24 meses	5,2	32,7	312,9	1.975,2
2-5 años	25,4	58,1	1.535,6	3.510,7
5-10 años	23,4	81,6	1.414,3	4.925,1
10-15 años	6,5	88,1	391,1	5.316,2
Más de 15 años	11,9	100,0	721,3	6.037,4

Fuente: Cálculos del BCE.

motivo principal para el uso de derivados es separar la estrategia de emisión de la gestión del riesgo de tipos de interés o de tipo de cambio. Por ejemplo, puede que sea preferible —con vistas a reforzar la liquidez en el mercado secundario— concentrar la emisión en relativamente pocas series de referencia. Esta estrategia de emisión podría ayudar a mantener una base inversora estable y a limitar el gasto público por intereses mediante un descenso del rendimiento de la deuda pública.

El significativo incremento del volumen de deuda pública desde el inicio de la crisis ha llevado aparejado una ligera reducción del vencimiento residual total de la deuda pública de la zona del euro. Por ejemplo, durante el período comprendido entre enero de 2008 y marzo de 2010, el vencimiento residual medio de la deuda pública en circulación se redujo de 6,7 a 6,5 años (véase gráfico A). Durante el mismo período, el porcentaje de deuda pública con un plazo a la emisión de hasta un año se incrementó del 5,7% al 10,3%, mientras que el porcentaje de deuda pública en circulación con un plazo a la emisión superior a cinco años pasó del 79,1% al 73,3% en la zona del euro. El porcentaje de deuda pública de la zona del euro a tipos de interés variable se redujo hasta el 5,5% en marzo de 2010, frente al 6,6% en enero de 2008.

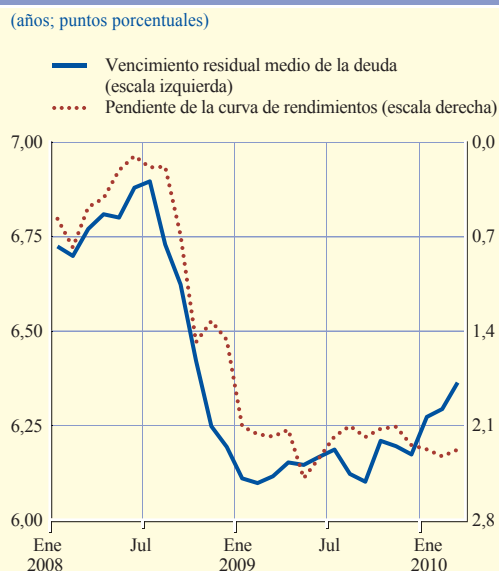
Si se considera desde la perspectiva del riesgo de refinanciación de los Gobiernos, el volumen de deuda con vencimiento en uno o dos años es más importante que el vencimiento medio residual de la deuda pública en circulación, dado que cualquier dificultad financiera o tensión en los mercados incide directamente en la deuda con vencimiento a corto plazo. A finales de marzo de 2010, en torno al 21,5% (1.301 mm de euros, o cerca del 14,5% del PIB) de la deuda pública en circulación de la zona del euro vencerá en un año y alrededor del 32,7% (1.975 mm de euros, o cerca del 22% del PIB), en cifras acumuladas, vencerá en dos años (véase cuadro).

**La pendiente de la curva de rendimientos y el comportamiento emisor de los Gobiernos**

Al gasto público por intereses también le influye el nivel y la forma de la curva de rendimientos y el porcentaje de instrumentos de deuda pública en circulación a tipo de interés variable. Estos instrumentos suelen estar vinculados a los tipos del mercado monetario a 6 o 12 meses y son, por lo tanto, especialmente sensibles a cambios en los tipos de interés oficiales. Un instrumento a tipo de interés variable vincula los pagos por intereses a los tipos de interés a corto plazo, pero evita la frecuencia de renovación de la deuda a corto plazo y el aumento correspondiente del riesgo de refinanciación.

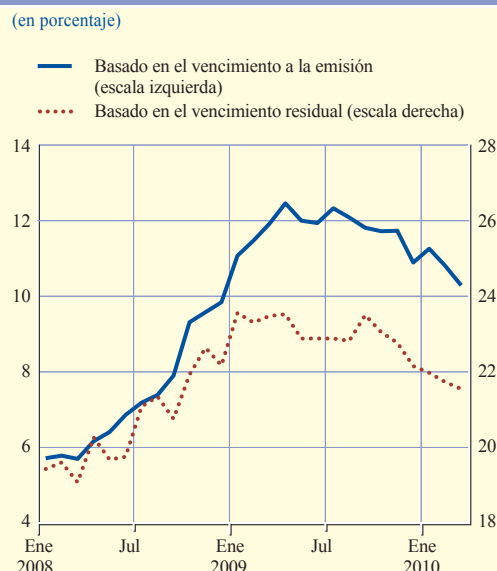
La tendencia reciente de los Gobiernos a endeudarse a corto plazo puede ser consecuencia de las favorables condiciones de financiación a los plazos más cortos de la curva de rendimientos, así como de

**Gráfico B Vencimiento de la deuda pública y pendiente de la curva de rendimientos**



Fuente: Cálculos del BCE.  
 Nota: El vencimiento medio de la deuda se calcula como la media simple de los 11 países más grandes de la zona del euro. La pendiente de la curva de rendimientos es el diferencial entre el tipo de interés de la deuda a diez años y el tipo de la deuda a dos años.

**Gráfico C Porcentaje medio de la deuda pública a corto plazo**



Fuente: Cálculos del BCE.  
 Nota: El gráfico muestra, para la zona del euro, el porcentaje de deuda pública con vencimiento inferior a un año.

una concentración de la demanda de los inversores en el segmento a corto plazo durante la crisis. La mayor parte del acortamiento observado en el vencimiento residual medio se produjo en el segundo semestre de 2008, es decir, en el punto máximo de la crisis y coincidiendo con el acusado aumento de la pendiente de la curva de rendimientos (véase gráfico B). Como muestra el gráfico C, desde mediados de 2008 hasta mediados de 2009, el porcentaje de nueva deuda emitida con vencimiento inicial inferior a un año creció con mucha más rapidez que el porcentaje de deuda en circulación con vencimiento residual inferior a un año, lo que sugiere que el acortamiento de los vencimientos no fue algo puramente mecánico, sino que se debió a una decisión meditada de los gestores de deuda soberana.

Aunque cabe la posibilidad de que la mayor dependencia de la deuda a corto plazo reduzca los actuales costes de endeudamiento de los Gobiernos, los expone a mayores riesgos de refinanciación, que, si se asumen por encima de un cierto nivel, puede que no favorezcan a la estabilidad macroeconómica y financiera. Desde el punto de vista de la política monetaria, cuanto mayor sea el volumen de deuda a corto plazo y tipo de interés variable, mayor será la sensibilidad del gasto público por intereses a cambios en los tipos de interés oficiales. Por consiguiente, un mayor porcentaje de deuda pública a corto plazo y tipo de interés variable puede contribuir a generar tensiones en las finanzas públicas en un momento en el que tal vez sería necesario abandonar una política monetaria de carácter expansivo.

### Conclusiones

En resumen, es preciso adoptar y aplicar con prontitud ambiciosas estrategias de consolidación presupuestaria, con el fin de revertir el rápido crecimiento de la deuda pública en relación con el PIB en

la zona del euro y limitar su efecto negativo y duradero sobre la inversión privada y el crecimiento económico potencial. En el futuro, las estrategias de gestión de la deuda pública deberían prestar más atención que en el pasado a los aspectos de estabilidad macroeconómica y financiera.

### 2.3 TIPOS DE INTERÉS DEL MERCADO MONETARIO

Los tipos de interés del mercado monetario experimentaron un ligero aumento en todos los plazos de vencimiento en abril y principios de mayo de 2010, reflejo de las tensiones recientes asociadas a la preocupación de los participantes en los mercados financieros acerca de los riesgos soberanos en algunos países de la zona del euro, pese a la persistencia de unas condiciones holgadas de liquidez. El 28 de abril de 2010, el BCE llevó a cabo una operación de financiación a plazo más largo (OFPML) a tres meses aplicando un procedimiento de subasta a tipo de interés variable. Al mismo tiempo, el Eurosistema continuó realizando adquisiciones directas de bonos garantizados en el contexto del programa de compras que comenzó el 6 de julio de 2009.

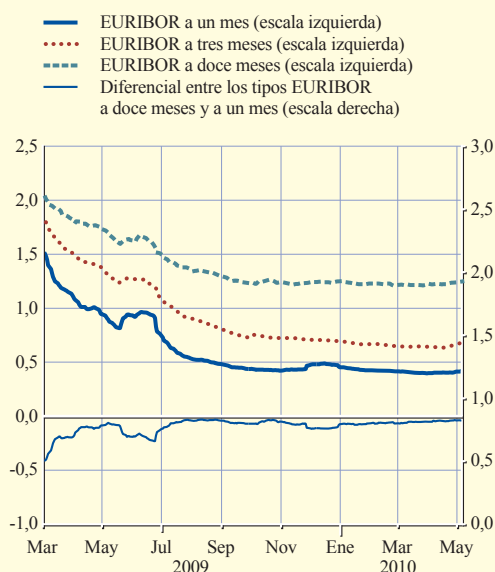
En abril y principios de mayo de 2010, los tipos de interés del mercado monetario sin garantías experimentaron un ligero aumento en todos los plazos de vencimiento. El 5 de mayo, los tipos EURIBOR a un mes, a tres meses, a seis meses y a doce meses se situaban en el 0,417%, el 0,672%, el 0,976% y el 1,242%, respectivamente, esto es aproximadamente 1, 3, 3 y 2 puntos básicos por encima de los niveles observados el 7 de abril. En conjunto, la pendiente de la curva de rendimientos del mercado monetario prácticamente no se modificó, y el diferencial entre el EURIBOR a doce meses y a un mes era de unos 83 puntos básicos el 5 de mayo (véase gráfico 10).

Entre el 7 de abril y el 5 de mayo, los tipos de interés del mercado monetario con garantías, como los derivados del índice de los *swaps* del EONIA a tres meses, aumentaron algo más que los tipos sin garantías correspondientes. El tipo *swap* del EONIA a tres meses se situó en el 0,417% el 5 de mayo, unos 4 puntos básicos por encima del nivel del 7 de abril. En consecuencia, el diferencial entre este tipo de interés del mercado monetario con garantías y el EURIBOR sin garantías correspondiente experimentó un descenso marginal, situándose en unos 26 puntos básicos el 5 de mayo, en torno a 1 punto básico por debajo del nivel del 7 de abril (manteniéndose relativamente elevado en comparación con el nivel registrado antes del comienzo de las turbulencias en los mercados financieros, en agosto de 2007).

El 5 de mayo, los tipos de interés implícitos en los precios de los futuros del EURIBOR a tres meses con vencimiento en junio, septiembre y diciembre de 2010 y marzo de 2011 se situaron en el 0,82%, el 0,91%, el 0,97% y el 1,01%, respectivamente.

**Gráfico 10 Tipos de interés del mercado monetario**

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



Fuentes: BCE y Reuters.

Los tipos implícitos en los contratos con vencimiento en junio y septiembre de 2010 se situaron 9 puntos básicos y 1 punto básico, respectivamente, por encima de los niveles observados el 7 de abril, mientras que los implícitos en los contratos con vencimiento en diciembre de 2010 y marzo de 2011 fueron 11 y 25 puntos básicos más bajos, respectivamente.

El EONIA permaneció estable, en líneas generales, en abril y principios de mayo, y se mantuvo aproximadamente 10 puntos básicos por encima del tipo de interés de la facilidad de depósitos, el 0,25% (véase gráfico 11), con la excepción del 13 de abril, último día del tercer período de mantenimiento de 2010, fecha en que el EONIA se incrementó hasta el 0,658%, como consecuencia de una operación de absorción de liquidez que realizó el Eurosistema en la que se aplicó un procedimiento de subasta a tipo de interés variable. En la operación se absorbieron 292,3 mm de euros, con un tipo máximo del 0,9%, un tipo marginal del 0,8% y un tipo medio ponderado del 0,76%. El 5 de mayo, el EONIA se situaba en el 0,344%.

En las operaciones principales de financiación realizadas los días 6, 13, 20 y 27 de abril y 4 de mayo, el BCE adjudicó 71,5 mm de euros, 70,6 mm de euros, 70,2 mm de euros, 75,6 mm de euros y 90,3 mm de euros, respectivamente. En cuanto a las operaciones a plazo más largo, el BCE llevó a cabo dos OFPML en abril: una operación a un mes con un tipo de interés fijo del 1% y adjudicación plena el 14 de abril (en la que adjudicó 15,7 mm de euros) y una operación a tres meses aplicando un procedimiento de subasta a tipo de interés variable el 28 de abril (en la que adjudicó 4,8 mm de euros).

En consonancia con el aumento del superávit de liquidez registrado en el mercado monetario de la zona del euro tras la liquidación de la última OFPML a un año, el recurso medio diario a la facilidad de depósitos se incrementó hasta situarse en 209,7 mm de euros en el período comprendido entre el 14 de abril y el 5 de mayo, ligeramente por encima de los 200,7 mm de euros observados en el período de mantenimiento anterior, que finalizó el 13 de abril.

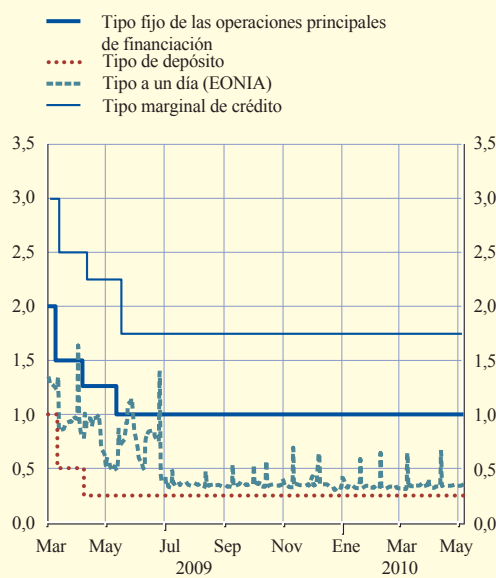
Asimismo, se continuó con el programa de adquisición de bonos garantizados que se inició el 6 de julio de 2009. El importe total de los bonos garantizados denominados en euros emitidos en la zona del euro adquiridos ascendía a 50,9 mm de euros el 5 de mayo, con un importe total anunciado de compras directas de 60 mm de euros hasta finales de junio de 2010.

## 2.4 MERCADOS DE RENTA FIJA

*En abril y a comienzos de mayo, el rendimiento de la deuda pública a largo plazo disminuyó en la zona del euro y en Estados Unidos. La publicación de datos macroeconómicos básicamente positivos, que*

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

(en porcentaje; datos diarios)



Fuentes: BCE y Reuters.

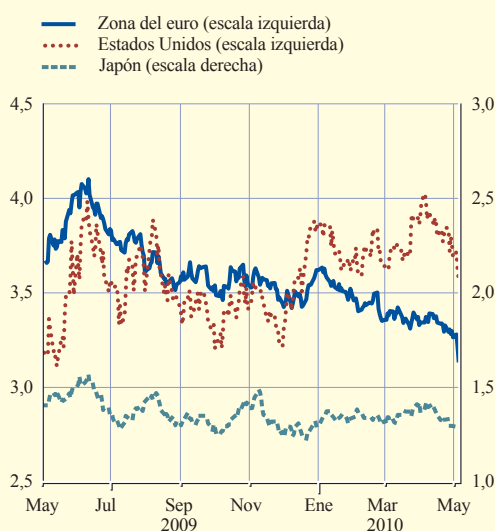
mostraban una recuperación gradual de la actividad económica, fue contrarrestada por los desplazamientos de fondos hacia activos de mejor calidad como la deuda pública de elevada calificación, impulsados por la intensificación de la crisis de las finanzas públicas griegas. Los diferenciales de deuda soberana de los países de la zona del euro frente a los bonos alemanes se ampliaron considerablemente en Grecia y notablemente en otros países de la zona del euro. Las expectativas de inflación de la zona obtenidas de los bonos indicados no experimentaron cambios significativos y siguieron apuntando a que se mantendrían firmemente ancladas a medio plazo. Los diferenciales de renta fija privada de la zona del euro aumentaron en todos los sectores y calificaciones crediticias.

En comparación con finales de marzo, el rendimiento de la deuda pública a diez años de la zona del euro disminuyó en 20 puntos básicos, situándose en el 3,1% el 5 de mayo. En Estados Unidos, el rendimiento de los bonos a diez años se redujo en unos 30 puntos básicos, hasta situarse en el 3,6% en la misma fecha. En consecuencia, el diferencial de tipos de interés entre la deuda pública nominal a diez años de Estados Unidos y la de la zona del euro se estrechó hasta 50 puntos básicos (véase gráfico 12). Al mismo tiempo, tras mantenerse estable en la mayor parte del mes de abril, la volatilidad implícita de los mercados de renta fija aumentó en la zona del euro y en Estados Unidos hacia finales de abril y en la primera semana de mayo. La evolución del rendimiento de la deuda pública a largo plazo de la zona del euro y de Estados Unidos no reflejó la publicación de datos macroeconómicos básicamente positivos, que mostraban una mejora de la actividad económica. Por el contrario, esta evolución estuvo determinada por los desplazamientos de fondos hacia activos de mejor calidad, como consecuencia de la crisis de las finanzas públicas de Grecia, y también por las expectativas de que los tipos de interés oficiales se mantendrían en niveles reducidos a medio plazo.

La intensificación gradual de la crisis de confianza en la sostenibilidad de la situación de las finanzas públicas griegas se tradujo en importantes desplazamientos de fondos hacia activos de mejor calidad, como la deuda pública de calificación AAA de la zona del euro. Las previsiones publicadas por Consensus Economics apuntaron a la contención de la inflación a largo plazo, con lo que se redujeron las expectativas de endurecimiento de la política monetaria a corto plazo. Utilizando los tipos *swap* a largo plazo del EONIA como fuente complementaria de información, los niveles actuales de rendimiento de la deuda pública a largo plazo a ambos lados del Atlántico reflejan efectivamente las expectativas de que los tipos de interés a corto plazo se mantendrán excepcionalmente bajos a medio plazo. La actual crisis financiera ha impulsado episodios de grandes desplazamientos de fondos hacia activos de mejor calidad, que han resultado en un mayor sesgo nacional de las decisiones de inversión. En el recuadro 5 se describe el impacto de la crisis financiera sobre la integración de los mercados financieros.

Gráfico 12 Rendimiento de la deuda pública a largo plazo

(en porcentaje; datos diarios)



Fuentes: Bloomberg, Reuters, EuroMTS y BCE.

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.

## INTEGRACIÓN FINANCIERA Y LA CRISIS FINANCIERA DE 2008: UNA PERSPECTIVA DE ASIGNACIÓN DE CARTERAS INTERNACIONALES

En este recuadro se analiza el impacto de la crisis financiera en el sesgo nacional (es decir, la tendencia a favorecer la inversión en activos nacionales, incluso cuando el riesgo se distribuye de manera más eficiente si se mantienen activos exteriores en la cartera del inversor)<sup>1</sup>. Para llevar a cabo este análisis, se compilan medidas de cantidad basadas en los activos y pasivos mantenidos en las carteras internacionales a fin de período y se utiliza la encuesta coordinada sobre inversión de cartera del FMI (CPIS en sus siglas en inglés), que incluye casi todos los activos de inversión internacionales, mantenidos principalmente por agentes del sector privado. Como los datos se recopilan con cierto desfase a partir de finales de 1997, en este recuadro se examina la evolución observada entre 1997 y 2008.

### Integración financiera y sesgo nacional

En la literatura económica se han utilizado medidas basadas en la calidad para mostrar que el capital financiero no circula suficientemente entre los países desarrollados (la paradoja de «Feldstein-Horioka»)<sup>2</sup> y que los inversores tienden a dar demasiado peso en sus carteras a los activos nacionales, en relación con una cartera diversificada de forma óptima (es decir, tienen un sesgo nacional). Así pues, es importante medir el grado de sesgo nacional de los distintos países y las diferentes clases de activos, así como seguir su evolución en el tiempo, para entender mejor el proceso de integración financiera internacional<sup>3</sup>.

Pese a la importante diversificación internacional de las carteras en los quince últimos años, el sesgo nacional sigue siendo generalmente elevado en todos los países. No obstante, en promedio, este sesgo ha disminuido claramente en todos los países desarrollados y en todas las clases de activos durante el período 1997-2007, siendo el descenso más pronunciado en las tenencias de renta fija que en las tenencias de renta variable. Este hecho avala la opinión compartida de que la integración financiera estaba muy avanzada a escala mundial antes de que se produjera la crisis financiera de 2008.

Entre los países examinados, Japón y España tienen el sesgo nacional más alto en los mercados de renta variable, con un 84% y un 83%, respectivamente en 2008 (véase gráfico A), mientras que Estados Unidos y Japón tienen el sesgo más elevado en los mercados de renta fija, con un 91% y un 83%, respectivamente, en 2008 (véase gráfico B).

En 2008, el sesgo nacional en los valores de renta variable de los residentes en la zona del euro (59%) fue del mismo orden de magnitud que el de los inversores estadounidenses (61%), pero el sesgo nacional en las tenencias de valores de renta fija por parte de los inversores de la zona del euro fue considerablemente más bajo<sup>4</sup>. Este hecho enmascara, sin embargo, la distinta evolución de los diferentes inversores representativos de la zona del euro. Por ejemplo, los inversores alemanes mantie-

1 K. R. French y J. M. Poterba (1991), «Investor Diversification and International Equity Markets», *American Economic Review*, 81, pp. 222-226; G. Huberman (2001), «Familiarity Breeds Investment», *Review of Financial Studies*, 14, pp. 659-680.

2 M. Feldstein y C. Y. Horioka (1980), «Domestic Savings and International Capital Flows», *Economic Journal*, 90, pp. 314-329.

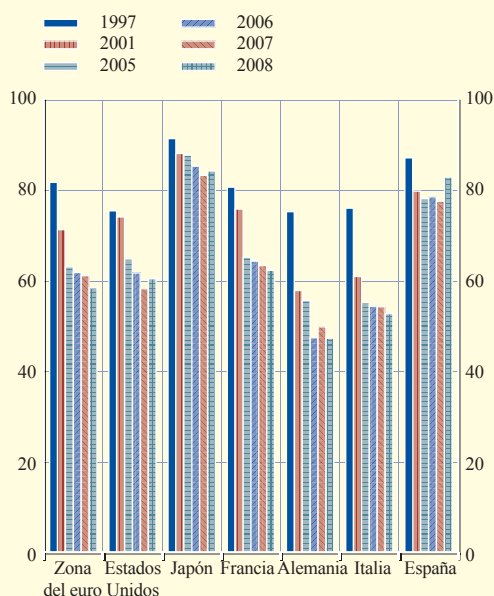
3 Un índice utilizado habitualmente para medir el sesgo nacional es uno menos el coeficiente de aceptación de activos extranjeros (FAAR, en sus siglas en inglés). El FAAR mide hasta qué punto el porcentaje de activos extranjeros en la cartera de un inversor difiere del porcentaje de activos extranjeros que se mantendría en una cartera global «sin fronteras». Según esta medida, el sesgo nacional es más elevado cuanto más diste el FAAR de la unidad. Véanse FMI (2005), *Global Financial Stability Report*, septiembre, capítulo 3, y C. Bertaut y W. Grivier (2004), «Recent developments in cross-border investments in securities», *Federal Reserve Bulletin*, invierno, pp. 19-31.

4 Las cifras que se presentan en este recuadro se refieren a 12 países de la zona del euro (esto es, Austria, Alemania, Bélgica, España, Finlandia, Francia, Grecia, Irlanda, Italia, Luxemburgo, Países Bajos y Portugal).



**Gráfico A Sesgo nacional en los valores de renta variable en algunas economías**

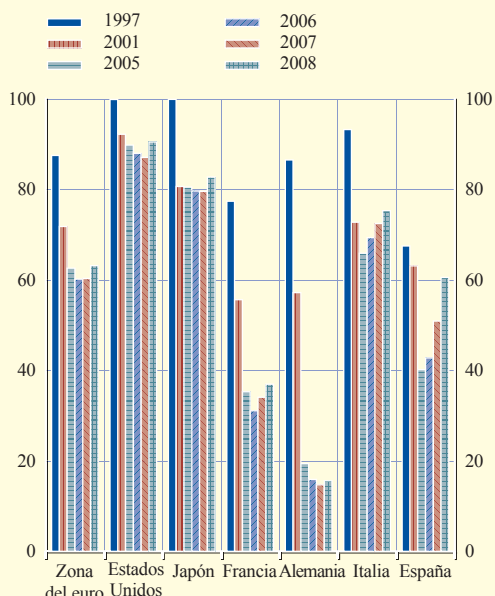
(en porcentaje; fin de período)



Fuentes: FMI, Thomson Financial Datastream y cálculos de los expertos del BCE.

**Gráfico B Sesgo nacional en los valores de renta fija en algunas economías**

(en porcentaje; fin de período)



Fuentes: BPI, FMI, Thomson Financial Datastream y cálculos de los expertos del BCE.

nen relativamente más acciones y deuda extranjeras que el residente de la zona del euro representativo. Por el contrario, los inversores españoles e italianos mantienen, respectivamente, relativamente más acciones y deuda nacionales que otros residentes en la zona del euro. Los inversores franceses tienen un menor sesgo nacional en los instrumentos de renta fija que en los de renta variable.

Los flujos internacionales de carteras también han aumentado en los países de la zona del euro desde finales de 1997, porque la UEM actuó de elemento catalizador de nuevas operaciones de cartera [por ejemplo, mediante la reducción de las barreras legales, en particular de la eliminación implícita de las reglas de case de monedas dentro de la zona del euro<sup>5</sup>, la utilización compartida de plataformas comunes (v.g., Euronext) y la simplificación de la normativa internacional]<sup>6</sup>. Todo ello explica por qué algunos países de la zona del euro tienen un sesgo nacional más bajo que la zona del euro en su conjunto.

### El impacto de la crisis financiera en los indicadores de integración financiera internacional en 2008

El estudio de la reasignación del capital financiero en las principales economías avanzadas durante la crisis financiera (en particular en 2008) podría proporcionar elementos importantes para entender me-

5 El papel de la UEM es más importante en los mercados de renta fija porque las empresas de seguros y los fondos de pensiones, que compran fundamentalmente valores de renta fija, están sujetos a algunas restricciones en sus coeficientes de inversión en activos emitidos por no residentes y, por lo tanto, en el nivel de sus activos en moneda extranjera. Desde la introducción del euro en enero de 1999, la regla de case de monedas dentro de la zona del euro se ha trasladado de las monedas nacionales al euro. La mayor flexibilidad resultante permitió a las cartera de los distintos países de la zona del euro lograr una mayor diversificación del riesgo de inversión mediante la adquisición de más activos de fuera de la zona del euro.

6 B. Gerard y R. A. De Santis (2010), «International portfolio reallocation: Diversification benefits and European monetary union», *European Economic Review*, 2009, 53, pp. 1010-1027. R. A. De Santis (2010), «The geography of international portfolio flows, international CAPM and the role of monetary policy frameworks», *International Journal of Central Banking*, de próxima publicación en junio de 2010.

Por cómo la reciente crisis financiera influyó en el proceso de integración financiera internacional.

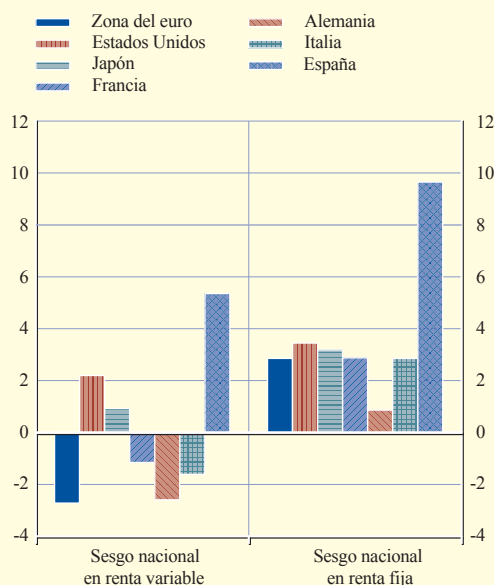
Tradicionalmente, en épocas de inestabilidad financiera y económica, la prima de riesgo de los valores de renta variable en relación con la renta fija aumenta, puesto que los inversores trasladan sus inversiones de activos con más riesgo a mercados de renta fija más seguros. Por consiguiente, en 2008, la búsqueda de la calidad que resultó de la crisis afectó al sesgo nacional.

Durante la crisis financiera de 2008, el sesgo nacional en los mercados de renta fija se elevó significativamente en todos los países que se analizan en este recuadro, siendo España el país que registró mayores incrementos (10 puntos porcentuales; véase gráfico C)<sup>7</sup>. El sesgo nacional en los mercados de renta variable aumentó en menor medida entre los inversores norteamericanos y japoneses y disminuyó para el conjunto de la zona del euro. La tendencia general de aumento del sesgo nacional en los mercados de renta fija se debe al acusa-

7 El sesgo nacional en los mercados de deuda de Francia, Italia y España aumentó a finales de 2007, debido posiblemente al inicio de la crisis financiera en agosto de 2007.

**Gráfico C Cambio en el sesgo nacional de los valores de renta variable y de renta fija en 2008 con respecto a 2007**

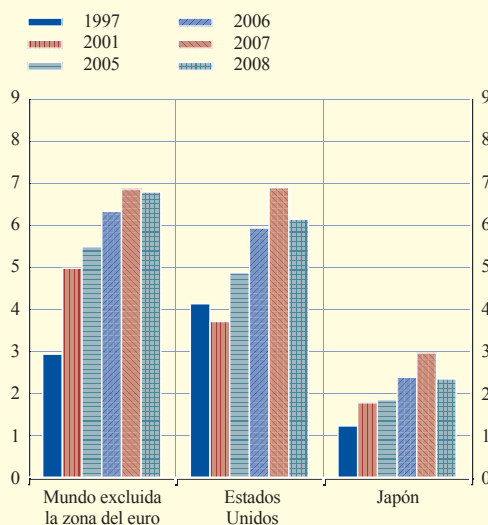
(puntos porcentuales; fin de periodo)



Fuentes: BPI, FMI, Thomson Financial Datastream y cálculos de los expertos del BCE.

**Gráfico D Valores de renta variable de la zona del euro mantenidos en el exterior**

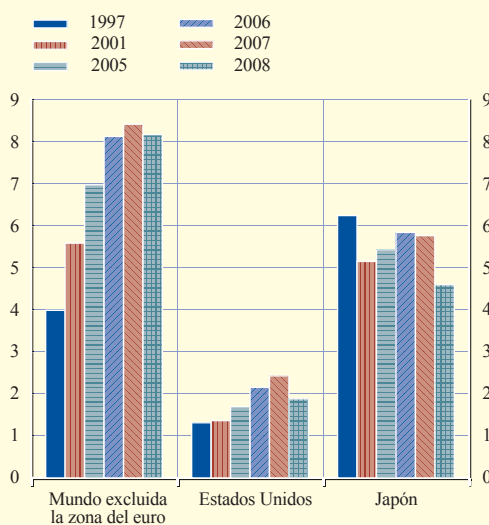
(distribución porcentual del total de la cartera de renta variable en el exterior)



Fuentes: FMI, Thomson Financial Datastream y cálculos de los expertos del BCE.

**Gráfico E Valores de renta fija de la zona del euro mantenidos en el exterior**

(distribución porcentual del total de la cartera de renta fija en el exterior)



Fuentes: BPI, FMI, Thomson Financial Datastream y cálculos de los expertos del BCE.

do crecimiento de las emisiones de deuda en 2008, siendo los inversores nacionales los que más suscribieron la deuda emitida. Por el contrario, el menor grado de sesgo nacional en los mercados de renta variable en la zona del euro puede atribuirse a la caída más acusada de la capitalización en los mercados nacionales. En general, la integración internacional de los mercados de renta fija parece mucho más vulnerable a la inestabilidad financiera, debido posiblemente a características institucionales como el hecho de ser menos transparentes y menos líquidos que los mercados de renta variable.

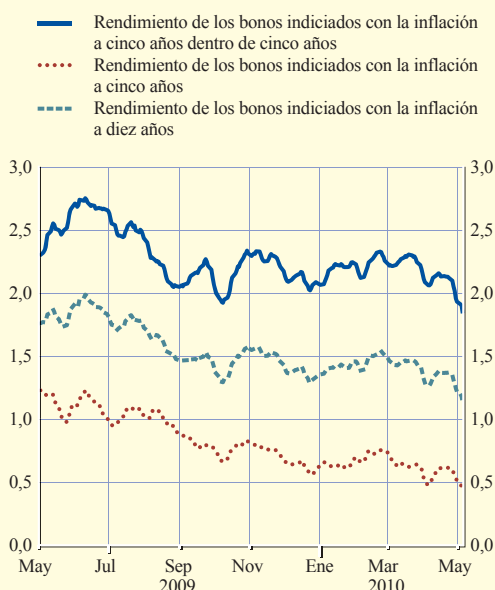
En este contexto, una pregunta que se plantea de forma natural es si la crisis financiera influyó en la decisión adoptada por los inversores financieros de invertir en la zona del euro en 2008. Como se puede ver en los gráficos D y E, en general, los inversores extranjeros solo redujeron ligeramente sus tenencias relativas de valores de renta variable o de renta fija de la zona del euro en 2008. Sin embargo, Estados Unidos y Japón redujeron en gran medida sus exposiciones a ambos tipos de activos de la zona del euro en 2008. Si el crecimiento del sesgo nacional de los inversores estadounidenses y japoneses resulta ser más permanente, los rendimientos reales de los activos de la zona del euro tendrían que aumentar para atraer el mismo volumen de capital de esos países.

El incremento del sesgo nacional en 2008 es más probable que se deba al aumento transitorio del riesgo de mantener activos extranjeros, como consecuencia del desplome de la riqueza financiera mundial en 2008. No obstante, si se debe a asimetrías de la información, a costes de transacción o a otros motivos no pecuniarios para invertir en el extranjero, el crecimiento más duradero del sesgo nacional podría tener importantes implicaciones negativas para la eficiencia de los mercados financieros internacionales y, en última instancia, para el coste real de financiación.

Los diferenciales de deuda soberana a diez años de la zona del euro frente a los bonos alemanes se ampliaron considerablemente para Grecia. Las primas de seguros de riesgo de crédito a cinco años aumentaron también para este país. El plan de apoyo a Grecia acordado durante el fin de semana del 10 y 11 de abril indujo un descenso transitorio de los indicadores de riesgo de crédito de la deuda soberana griega basados en los mercados de renta fija. Sin embargo, poco después, los mercados expresaron su preocupación respecto a la aplicación del programa de apoyo y de las medidas internas de austeridad, por lo que los diferenciales de deuda pública griega volvieron a ampliarse. Además, se consideró que el plan de apoyo se centraba en una asistencia financiera a corto plazo, de modo que persistieron los temores en torno a la solvencia a largo plazo de Grecia. Hacia finales de abril, la rebaja de la calificación crediticia de Grecia a la categoría de grado especulativo (con perspectivas negativas) por Standard & Poor's contribuyó a suscitar el pánico y la venta de bonos griegos, por lo que el diferencial de rendimiento de deuda pública a diez años alcanzó su máximo nivel histórico, es decir, 730 puntos básicos, el 5

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

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



Fuentes: Reuters y cálculos del BCE.

de mayo. Los posibles contagios a otros emisores soberanos de la zona del euro (especialmente Portugal e Irlanda) atrajeron la atención creciente de los mercados.

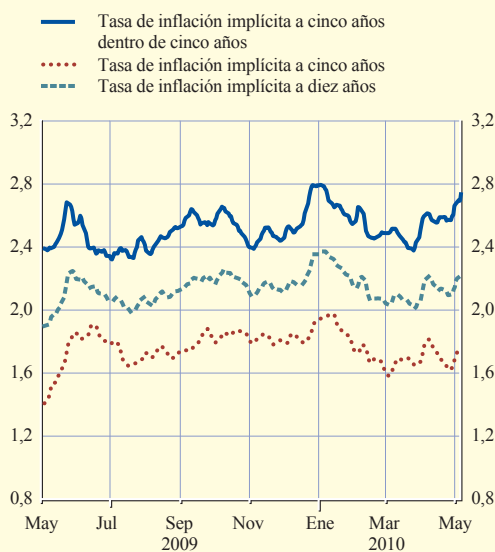
El rendimiento de los bonos indicados con la inflación de la zona del euro disminuyó en torno a 20 y 40 puntos básicos en los plazos a cinco y diez años, hasta situarse en el 0,3% y el 1%, respectivamente, el 5 de mayo (véase gráfico 13). En comparación con finales de marzo, las tasas de inflación implícitas *forward* a cinco años dentro de cinco años de la zona del euro aumentaron en 30 puntos básicos, situándose en el 2,8% el 5 de mayo (véase gráfico 14). Ello fue consecuencia de variaciones de las tasas de inflación implícitas en plazos superiores a cinco años. Con toda probabilidad, la elevación de las tasas de inflación implícitas está asociada a la mayor volatilidad de los mercados de renta fija observada hacia finales de abril. Los tipos *swap forward* a largo plazo indicados con la inflación, que no se ven afectados por la situación de liquidez o por los desplazamientos de fondos hacia activos de mejor calidad, no experimentaron variaciones. En general, los datos de los mercados financieros siguen sugiriendo que las expectativas de inflación se mantienen ancladas, sin que se observen señales de aumentos significativos de las expectativas de inflación de los mercados o de la prima de riesgo de inflación en el mes de abril. Al mismo tiempo, persiste la volatilidad de los indicadores de expectativas de inflación basados en los mercados financieros.

En comparación con finales de marzo, la curva de tipos *forward* implícitos a un día de la deuda pública de la zona del euro descendió ligeramente en todos los plazos y continuó sugiriendo que los mercados esperan que los tipos de interés oficiales sigan siendo bajos durante cierto tiempo (véase gráfico 15). Tal y como se indicaba anteriormente, este es uno de los factores determinantes del actual reducido nivel del rendimiento de la deuda pública de la zona del euro.

Los diferenciales de renta fija privada de la zona del euro volvieron a estrecharse durante la mayor

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

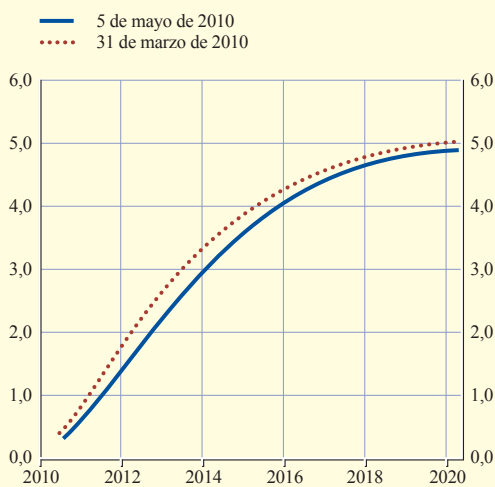
(en porcentaje; medias móviles de cinco días de datos diarios; datos desestacionalizados)



Fuentes: Reuters y cálculos del BCE.

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

(en porcentaje; datos diarios)



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

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

parte del mes de abril. Sin embargo, hacia finales de mes, ante la preocupación respecto a la aplicación del plan de apoyo a Grecia, los diferenciales se ampliaron en todos los sectores y calificaciones crediticias. El aumento (de unos 60 puntos básicos) fue más pronunciado para la deuda del sector financiero con calificación más baja y reflejó, fundamentalmente, los temores respecto a posibles reducciones del valor de los títulos de deuda pública de la zona del euro mantenidos por las entidades de crédito en sus carteras. Sin embargo, los diferenciales de renta fija privada se mantienen actualmente muy por debajo de los máximos alcanzados tras la quiebra de Lehman Brothers y de los niveles registrados antes del inicio de la crisis de la deuda soberana griega en octubre de 2009.

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

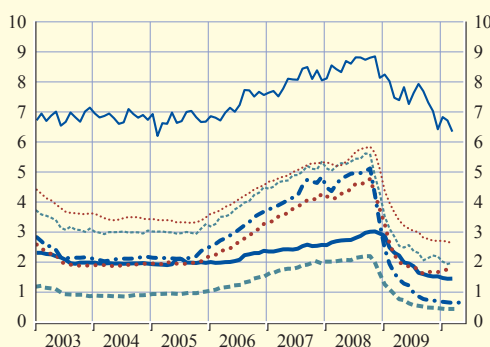
*La mayor parte de los tipos de interés de los préstamos y de los depósitos de las IFM se redujo o prácticamente no se modificó en marzo de 2010, tanto en el caso de los hogares como en el de las sociedades no financieras, así como para la mayoría de los plazos de vencimiento. En promedio, los tipos de interés aplicados a los préstamos otorgados a las sociedades no financieras, así como los tipos a corto plazo aplicados a los préstamos a hogares para adquisición de vivienda y para crédito al consumo, continuaron situándose próximos a sus mínimos históricos, mientras que los demás tipos aplicados a los préstamos concedidos a este último sector permanecieron ligeramente por encima de los mínimos registrados en 2005. En general, el proceso de transmisión de las anteriores modificaciones de los tipos de interés oficiales del BCE a los clientes bancarios está llegando a su fin.*

Los tipos de interés a corto plazo aplicados por las IFM a los depósitos aumentaron en marzo de 2010. La mayor parte de los tipos a corto plazo aplicados a los préstamos concedidos a los hogares disminuyeron, mientras que los aplicados a los préstamos a las sociedades no financieras aumentaron ligeramente o no se modificaron (véase gráfico 16). Más concretamente, los tipos de interés medios aplicados a los descubiertos en cuenta de los hogares se redujeron 15 puntos básicos, hasta el 8,9%, mientras que los tipos a corto plazo aplicados a los préstamos a hogares para adquisición de vivienda experimentaron una caída de 6 puntos básicos, hasta el 2,6%, registrando un mínimo histórico. Los tipos a corto plazo aplicados al crédito al consumo, más volátiles, también registraron un mínimo histórico y se situaron en el 6,3%, con un descenso de 37 puntos básicos. En cuanto a las sociedades no financieras, los tipos de interés aplicados por las entidades de crédito a los descubiertos en cuenta de este sector y los tipos a corto plazo aplicados a los préstamos por importe reducido (esto es, hasta un millón de euros) cayeron ligeramente, situándose en el 4% y el 3,2%, respectivamente. Los tipos de interés aplicados a los

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

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

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



Fuentes: Reuters y BCE.

préstamos de cuantía elevada (es decir, por importe superior a un millón de euros) se incrementaron 4 puntos básicos y se situaron en el 2%. Los tipos de interés de los préstamos otorgados a las sociedades no financieras, tanto los de cuantía elevada como reducida, están en mínimos históricos (véase gráfico 16). Dado que el EURIBOR disminuyó solo 2 puntos básicos en marzo de 2010, los diferenciales entre la mayor parte de los tipos de interés a corto plazo aplicados por las IFM a los préstamos y el tipo a tres meses del mercado monetario permanecieron prácticamente invariables (véase gráfico 17).

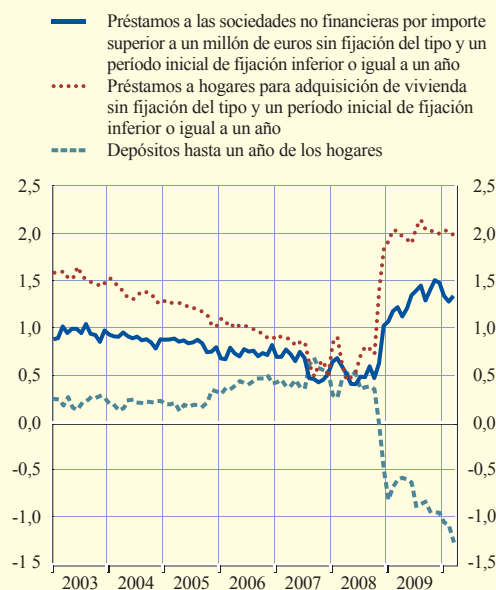
Desde una perspectiva a más largo plazo, entre septiembre de 2008 (es decir, justo antes del inicio del ciclo de relajación de la política monetaria) y marzo de 2010, los tipos de interés a corto plazo de los préstamos a hogares para adquisición de vivienda y los aplicados a los préstamos a las sociedades no financieras descendieron 318 y 350 puntos básicos, respectivamente, frente a una disminución de 437 puntos básicos del EURIBOR a tres meses, e indica el considerable grado de transmisión de las variaciones de los tipos de mercado a los tipos de interés aplicados por las entidades de crédito a los préstamos.

En cuanto a los tipos de interés a más largo plazo, la mayor parte de los aplicados por las IFM a los préstamos a largo plazo concedidos a los hogares y a las sociedades no financieras experimentaron un descenso en marzo de 2010 (véase gráfico 18). Más concretamente, los tipos de interés aplicados a los préstamos a los hogares para adquisición de vivienda con período inicial de fijación del tipo de interés de más de cinco años y hasta diez años disminuyeron 11 puntos básicos, hasta el 3,7%, mientras que los correspondientes a los préstamos para adquisición de vivienda con período inicial de fijación del tipo de más de diez años se redujeron 3 puntos básicos, hasta el 4,2%. La evolución de los tipos de interés a largo plazo aplicados a los préstamos a las sociedades no financieras fue algo menos favorable para los préstamos por importe reducido que para los de cuantía elevada. Ciertamente, los tipos de interés medios aplicados a los préstamos por importe reducido con período inicial de fijación del tipo de más de un año y hasta cinco años permanecieron prácticamente invariables, en el 4,2%, mientras que los aplicados a estos préstamos con período inicial de fijación del tipo de más de cinco años cayeron 5 puntos básicos, hasta el 4%. En cambio, los tipos de interés medios aplicados a los préstamos de cuantía elevada se redujeron 49 puntos básicos, hasta el 2,4%, para los préstamos con período inicial de fijación del tipo de más de un año y hasta cinco años, y 17 puntos básicos, hasta el 3,4%, en el caso de los préstamos con período inicial de fijación del tipo de más de cinco años.

Desde una perspectiva a más largo plazo, a partir de septiembre de 2008, las entidades de crédito de la zona del euro han ajustado los tipos de interés que aplican a los préstamos a largo plazo otorgados a las sociedades no financieras de manera más o menos acorde con el descenso registrado en los rendimien-

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

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



Fuente: BCE.

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

tos de la deuda pública a largo plazo. En cambio, los tipos de interés a largo plazo aplicados a los préstamos a los hogares no han caído en la misma medida en ese mismo período, como consecuencia de una transmisión más incompleta y lenta en el caso de los hogares, pero también de la mayor preocupación acerca del riesgo de crédito en algunas partes de la zona del euro.

La evolución reciente del diferencial entre los tipos de interés de los préstamos y de los depósitos, tanto el basado en los saldos vivos como el basado en las nuevas operaciones, apuntan a que la rentabilidad de las entidades de crédito está mejorando. Estos diferenciales, que se redujeron en los primeros meses de 2009, se recuperaron de manera gradual posteriormente, contribuyendo con ello al repunte de la rentabilidad de las entidades de crédito de la zona del euro observado durante el segundo semestre de 2009 y el primer trimestre de 2010.

## 2.6 MERCADOS DE RENTA VARIABLE

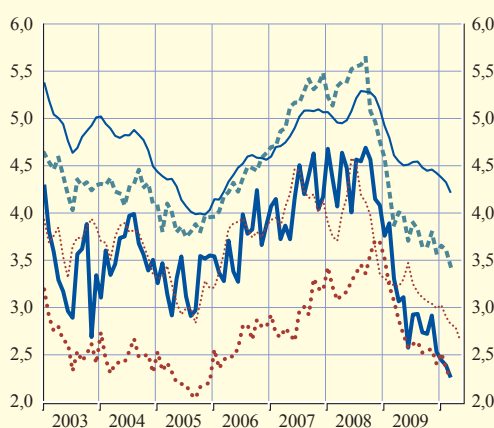
Entre finales de marzo y el 5 de mayo, los índices bursátiles bajaron un 7,6% en la zona del euro y un 0,3% en Estados Unidos. Pese a la publicación de datos macroeconómicos positivos, que mostraban una mejora gradual de la situación económica a ambos lados del Atlántico, y pese a los anuncios de datos de beneficios más favorables de lo previsto de las empresas cotizadas en la zona del euro y en Estados Unidos, la evolución de los mercados bursátiles de la zona del euro estuvo dominada por la crisis de las finanzas públicas griegas. En particular, la preocupación de los mercados respecto a la aplicación del plan de asistencia financiera y a la ejecución de los programas internos de austeridad de Grecia se intensificó considerablemente. La volatilidad implícita de los mercados de renta variable creció en la zona del euro y en Estados Unidos.

Entre finales de marzo y el 5 de mayo, los índices bursátiles bajaron un 7,6% en la zona del euro y un 0,3% en Estados Unidos (véase gráfico 19). Durante este período, la evolución de las cotizaciones bursátiles de la zona del euro estuvo dominada por la preocupación de los mercados respecto a la aplicación del plan de asistencia financiera a Grecia. Los precios de las acciones del sector financiero de la zona del euro se vieron afectados por la creciente inquietud acerca de la solvencia de las finanzas públicas y registraron fuertes caídas en abril, reflejo de los temores respecto a posibles reducciones del valor de los títulos de deuda pública de la zona del euro mantenidos por las entidades de crédito en sus carteras. La incertidumbre de los mercados de renta variable de la zona del euro y de Estados Unidos, medida por la volatilidad implícita, creció a finales de abril y principios de mayo (véase gráfico 20). Entre finales de marzo y el 5 de mayo, en Japón las cotizaciones bursátiles, medidas por el índice Nikkei 225, retrocedieron cerca de un 0,3%.

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

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

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



Fuentes: EuroMTS y BCE.

En abril de 2010 persistió el débil crecimiento de los beneficios efectivos por acción de las empresas cotizadas de la zona del euro. Los beneficios efectivos por acción de las empresas incluidas en el índice Dow Jones EURO STOXX disminuyeron un 13%. Sin embargo, el ritmo de descenso siguió moderándose. El crecimiento de los beneficios por acción esperado en los próximos doce meses se mantuvo sin cambios en el 24% en abril. Si se consideran los anuncios de beneficios realizados en abril por las empresas incluidas en el índice EURO STOXX, el número de datos positivos fue mucho más alto que el de datos negativos, en todos los sectores de la economía, con la única excepción del sector tecnológico. El sector automovilístico y el sector bancario, que la reciente crisis económica y financiera había golpeado con fuerza, registraron también mejores beneficios de lo previsto. En consecuencia, los datos de beneficios contribuyeron positivamente a la evolución de las cotizaciones bursátiles de la zona del euro en marzo.

En abril, los datos macroeconómicos siguieron deparando, en general, buenas sorpresas a ambos lados del Atlántico. Los indicadores de actividad económica fueron positivos y los indicadores de confianza, incluido el indicador de confianza de los consumidores que se había mantenido hasta entonces en niveles relativamente reducidos, mostraron resultados mejores de lo previsto. En abril, la situación de los mercados de la vivienda mejoró también, tal y como se reflejó en los datos de ventas de viviendas en Estados Unidos y en los datos de préstamos hipotecarios en la zona del euro, en este último caso como consecuencia, principalmente, de la evolución del sector en España. Los mercados de renta variable reaccionaron también favorablemente a las últimas previsiones de Consensus Economics, que señalaban moderados riesgos de inflación en la zona del euro y en Estados Unidos a medio y largo plazo y

**Gráfico 19 Índices bursátiles**

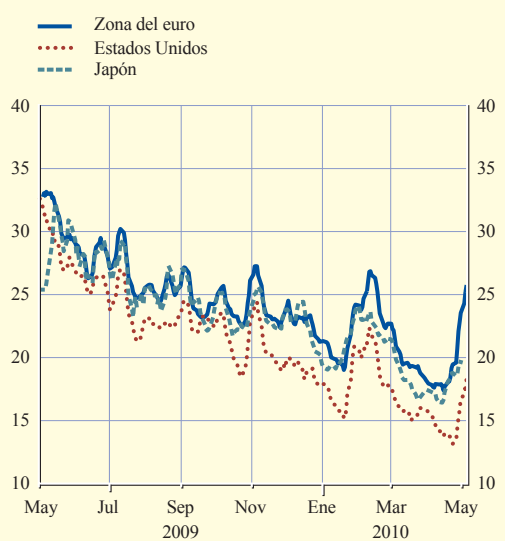
(índice: 1 de mayo de 2009 = 100; datos diarios)



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

**Gráfico 20 Volatilidad implícita de los mercados de renta variable**

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



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



sólidas expectativas de mantenimiento de bajos tipos de interés que favorecerían el crecimiento económico durante un prolongado período de tiempo. Sin embargo, en la zona del euro esta evolución positiva se ensombreció ante la crisis de las finanzas públicas griegas y sus posibles ramificaciones. La intensificación de esta crisis en la última semana de abril, tras la rebaja de la calificación crediticia de Portugal, España y Grecia, generó una presión vendedora no solo en los mercados de renta variable de la zona del euro sino también en los de Estados Unidos y Asia. Ello pone de manifiesto la necesidad de proporcionar asistencia financiera a Grecia para salvaguardar la estabilidad financiera. En el recuadro 6 se analizan las principales características del programa de ajuste económico y financiero suscrito por las autoridades griegas.

#### Recuadro 6

#### EL PROGRAMA DE AJUSTE ECONÓMICO Y FINANCIERO DE GRECIA

Grecia se ha comprometido a llevar a cabo una corrección muy significativa de la situación de sus finanzas públicas, que, según los últimos datos publicados por Eurostat, arrojaba un déficit público del 13,6% del PIB en 2009. El 2 de mayo de 2010, los ministros del Eurogrupo convinieron con la Comisión Europea y el BCE que la capacidad del Gobierno griego para obtener financiación en el mercado no es suficiente y que es necesario proporcionarle apoyo financiero para salvaguardar la estabilidad financiera de la zona del euro en su conjunto. El apoyo financiero que la zona del euro proporcionará a Grecia, en conjunción con la financiación que aportará el Fondo Monetario Internacional, estará sometido a condiciones muy estrictas basadas en la aplicación de un ambicioso programa de ajuste económico y financiero presentado por las autoridades griegas<sup>1</sup>. En este recuadro se describen las principales características del programa griego, tal y como figura en el Memorandum de Políticas Económicas y Financieras para los años 2010-2013, y se analiza brevemente la experiencia de otros países de la UE con importantes ajustes fiscales.

Los principales objetivos del programa de ajuste económico y financiero griego son corregir los desequilibrios fiscales y externos y reestablecer la confianza en la sostenibilidad a largo plazo de las finanzas públicas. El programa abarca cuatro áreas:

- El ajuste fiscal es la piedra angular del programa. A este respecto, el Gobierno griego se compromete a aplicar medidas duraderas de consolidación fiscal, del orden de un 11% del PIB, en cifras acumuladas, hasta el año 2013. El programa contempla medidas correctivas adicionales, si se observara que el déficit no iba a caer por debajo del 3% en 2014. Este importante ajuste fiscal es necesario para situar la deuda pública en relación con el PIB en una trayectoria descendente a partir de 2013.
- Para respaldar el ajuste fiscal será preciso emprender una política de rentas y una reforma de la seguridad social. Asimismo, será necesario reconducir las rentas hasta niveles sostenibles, para contribuir a reducir la inflación muy por debajo de la media de la zona del euro y para mejorar la competitividad en términos de precios y costes de forma duradera.
- Para salvaguardar la estabilidad financiera se aplicarán políticas dirigidas al sector financiero. Aunque, en la actualidad, las reservas de capital parecen inspirar tranquilidad, los supervisores

<sup>1</sup> El plan conjunto de asistencia financiera asciende a 110 mm de euros, que cubrirán las necesidades de financiación de Grecia a lo largo del horizonte temporal de tres años del programa. Los países de la zona del euro están dispuestos a aportar por su parte 80 mm de euros, de los cuales 30 mm de euros se proporcionarán en el primer año

bancarios habrán de realizar un estrecho seguimiento de la liquidez y de los créditos morosos en las distintas entidades de crédito. El Banco de Grecia y el Gobierno se comprometen a reforzar el marco de gestión de la crisis financiera mediante, entre otras cosas, la creación de un Fondo de Estabilidad Financiera, cuyo objetivo será mantener la estabilidad del sistema bancario griego, proporcionando capital en caso de que se produzca una merma importante de las reservas.

- Se realizarán reformas estructurales encaminadas a modernizar el sector público y a incrementar la eficiencia y la flexibilidad de los mercados de productos y de trabajo. Estas medidas permitirán crear un entorno interno más abierto y accesible para los inversores extranjeros, reducir la participación del Estado en las actividades económicas y contribuir a aumentar el crecimiento potencial.

El Consejo de Gobierno del BCE acogió positivamente el programa de ajuste económico y financiero. Las ambiciosas medidas de consolidación fiscal y las reformas estructurales que contempla el programa son apropiadas para alcanzar los objetivos de estabilizar la situación fiscal y económica con el tiempo y abordar los retos fiscales y estructurales de la economía griega. Se trata de un programa de amplio alcance y se apoya en una fuerte condicionalidad. El programa aborda con determinación los principales retos de política económica, por lo que contribuirá a reestablecer la confianza y a salvaguardar la estabilidad financiera de la zona del euro. Asimismo, el Consejo de Gobierno consideró esencial que las autoridades griegas estén preparadas para adoptar medidas adicionales en caso de que sea necesario para alcanzar los objetivos del programa.

### **Importantes ajustes fiscales en otros países de la UE**

El programa de ajuste económico y financiero que Grecia se ha comprometido a aplicar requiere un considerable esfuerzo de saneamiento de las finanzas públicas. A juzgar por la experiencia pasada de algunos países de la zona del euro, es posible realizar reducciones significativas de la deuda pública, pero estas reformas exigen un compromiso firme a largo plazo<sup>2</sup>. En particular, Bélgica, Irlanda, España, los Países Bajos y Finlandia han llevado a cabo en el pasado ajustes presupuestarios de gran envergadura (complementados por reformas estructurales), que les han permitido reducir satisfactoriamente su deuda pública en relación con el PIB. Estos países realizaron los ajustes presupuestarios principalmente por el lado del gasto (véase cuadro). Los períodos en los que se consiguieron reducciones considerables de la deuda en Irlanda, los Países Bajos y Finlandia estuvieron acompañados de descensos de las respectivas ratios de gasto público de más de 10 puntos porcentuales. Si bien parte de este descenso puede explicarse por la reducción de los pagos por intereses, las ratios de gasto primario disminuyeron también de forma acusada en estos períodos. Estos pronunciados descensos permitieron, asimismo, a los países rebajar sus ratios de ingresos y aún lograr mejoras presupuestarias en los respectivos períodos de reducción de la deuda. En Bélgica y España, las ratios de gasto disminuyeron también, pero el ajuste fiscal consistió, asimismo, en aumentos de las ratios de ingresos.

La experiencia reciente de varios Estados miembros no pertenecientes a la zona del euro que participan en el MTC II demuestra también que una evolución presupuestaria adversa puede contrarrestarse mediante un decidido ajuste fiscal. Por ejemplo, las medidas de consolidación fiscal adoptadas por las autoridades estonias en el transcurso de 2009 ascendieron a más del 9% del PIB, según las últimas estimaciones de la Comisión Europea<sup>3</sup>. Lituania adoptó medidas de consolidación del orden del 8% del PIB en 2009, y tiene previsto realizar un ajuste fiscal adicional en 2010. De forma similar, tras la

<sup>2</sup> Véase el recuadro titulado «La experiencia con la reducción de la deuda pública en los países de la zona del euro», en el Boletín Mensual de septiembre de 2009.

**Períodos de reducción considerable de la deuda pública en algunos países de la zona del euro**

(Administraciones Públicas; en porcentaje del PIB)

País/período de reducción considerable de la deuda	Deuda		Gasto		Ingresos		Gasto primario	
	Máximo	Mínimo	Máximo	Mínimo	Máximo	Mínimo	Máximo	Mínimo
Bélgica (1994-2007)	134,2	84,2	54,9	48,4	47,5	48,2	44,2	44,5
Irlanda (1994-2006)	94,1	24,9	44,6	34,4	41,9	37,4	38,0	33,4
España (1997-2007)	67,4	36,2	43,2	39,2	38,4	41,1	38,0	37,6
Países Bajos (1994-2007)	78,5	45,5	55,7	45,5	52,9	45,7	49,6	43,3
Finlandia (1995-2008)	57,7	34,2	63,5	49,4	56,8	53,6	59,4	48,0
<i>Pro-memoria: situación presupuestaria de Grecia</i>	<b>Deuda</b>		<b>Gasto</b>		<b>Ingresos</b>		<b>Gasto primario</b>	
2009	115,1		50,5		36,9		45,4	

Fuente: Previsiones de primavera de 2010 de la Comisión Europea.

Notas: Dado que solo se dispone de datos presupuestarios de España acordes con las definiciones del SEC 95 a partir de 1995, se han interpolado los valores anteriores. El máximo correspondiente al respectivo agregado fiscal se refiere al año anterior al inicio del período de reducción considerable de la deuda.

adopción de un presupuesto complementario altamente restrictivo en 2009, el presupuesto de Letonia para 2010 incorpora nuevas medidas de saneamiento de las finanzas públicas que ascienden a más del 4% del PIB. Estos ajustes son cruciales ante las fuertes caídas de los ingresos originadas por la recesión económica.

En general, si se aplica con determinación, cabe esperar que el ambicioso programa de ajuste económico y financiero de Grecia permita realizar la necesaria corrección de los desequilibrios fiscales y externos y reestablecer la confianza en la sostenibilidad a largo plazo de las finanzas públicas.

3 Véanse las previsiones de primavera de 2010 de la Comisión Europea.

**Recuadro 7**
**CUENTAS INTEGRADAS DE LA ZONA DEL EURO DEL CUARTO TRIMESTRE DE 2009<sup>1</sup>**

Las cuentas integradas de la zona del euro del cuarto trimestre de 2009, publicadas el 30 de abril de 2009, ofrecen información completa y homogénea sobre las rentas, los gastos y las decisiones de financiación y de cartera de los sectores institucionales de la zona del euro. Estas cuentas muestran que la economía sigue recuperándose con respecto al mínimo registrado en el segundo trimestre de 2009, así como nuevas señales de normalización y una vuelta del apetito por el riesgo a favor de los instrumentos de mercado.

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

La recuperación de la renta disponible nominal de la zona del euro, a una tasa de variación interanual del -0,5% en el cuarto trimestre de 2009, desde el -2,7% registrado en el tercer trimestre, benefició a todos los sectores. El crecimiento de la renta de los hogares repuntó, la renta de las sociedades no financieras mantuvo su rápido crecimiento, y el descenso de la renta de las Administraciones Públicas se desaceleró (gráfico A).

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

En este contexto, la reducción interanual del ahorro de la zona del euro continuó moderándose (hasta el -5,8% en el cuarto trimestre de 2009), como consecuencia de la dinámica de los beneficios no distribuidos de las sociedades no financieras y de la ralentización de la contracción interanual del ahorro público (en los tres últimos trimestres el desahorro público se estabilizó en niveles elevados). En paralelo, el descenso interanual de la formación bruta de capital también se moderó (hasta el -13,9% en el cuarto trimestre, frente al -19% del segundo trimestre).

Con una disminución del ahorro menos pronunciada que la de la formación de capital, la necesidad de financiación de la zona del euro volvió a caer en el cuarto trimestre de 2009 (hasta registrar un déficit del 0,8% del PIB, en términos acumulados de los cuatro últimos trimestres). Desde un punto de vista sectorial, esta mejora es reflejo de la rapidísima reducción de la necesidad de financiación de las sociedades no financieras (en términos acumulados de los cuatro últimos trimestres, que registró incluso superávits en el segundo semestre de 2009, tras arrojar déficits nunca vistos a mediados de 2008), lo cual, junto con un nuevo aumento de la capacidad de financiación de los hogares (ahorro financiero) absorbió el deterioro adicional de los déficits públicos en términos acumulados de los cuatro últimos trimestres<sup>2</sup>. La necesidad de financiación del sector público alcanzó un máximo del 6,1% del PIB en el año 2009 en su conjunto (observándose algunas señales de estabilización a partir del segundo trimestre de 2009, en términos desestacionalizados; véase gráfico B).

Las cuentas externas, donde se observa una mejora de la balanza por cuenta corriente, son reflejo de esta evolución. Las secuelas de la crisis financiera continuaron frenando las operaciones transfronterizas «brutas» de muchos tipos de instrumentos financieros, aunque se observa un desplazamiento hacia instrumentos de renta variable con más riesgo. Los flujos de depósitos interbancarios entre las IFM de la zona del euro y entidades no residentes siguieron siendo negativos por quinto trimestre consecutivo, al continuar la repatriación de fondos.

2 La necesidad /capacidad de financiación de un sector es el saldo de su cuenta de capital, es decir, mide el exceso de ahorro y de transferencias de capital netas recibidas respecto a la inversión de capital (capacidad de financiación) o lo contrario (necesidad de financiación). También es el saldo de la cuenta financiera, pues mide la diferencia entre las operaciones con activos financieros y las operaciones con pasivos.

**Gráfico A Renta bruta disponible de la zona del euro: contribución por sectores**

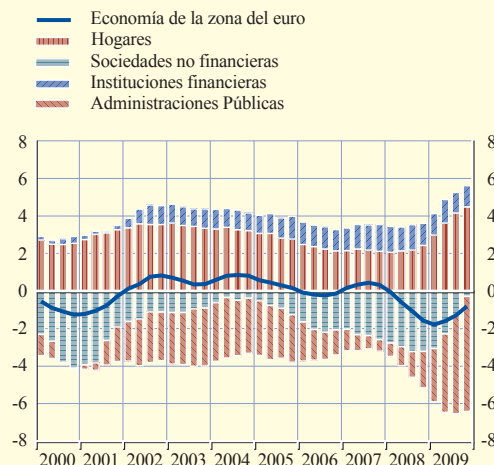
(tasas de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat y BCE.

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

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



Fuentes: Eurostat y BCE.

### Evolución de los sectores institucionales

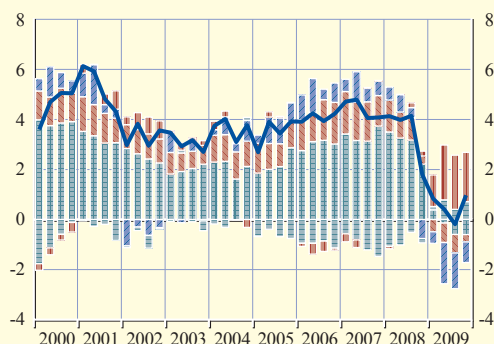
En el cuarto trimestre de 2009, el crecimiento de la renta nominal de los hogares se tornó positivo, tras mostrar valores negativos en el tercer trimestre. Esta recuperación se debió, en gran medida, a la pronunciada desaceleración de la tasa de contracción de los dividendos, así como a la renta mixta obtenida, mientras que las prestaciones sociales recibidas, netas de cotizaciones sociales y de impuestos pagados, continuaron respaldando fuertemente el crecimiento de la renta de los hogares. La remuneración de los asalariados mantuvo su debilidad, a causa del descenso del empleo y de la desaceleración de los salarios (gráfico C). La tasa de ahorro de los hogares registró una ligera caída en el cuarto trimestre de 2009 de 0,1 puntos porcentuales en términos desestacionalizados (hasta el 15,1%), tras una disminución de 0,5 puntos porcentuales en el tercer trimestre, en conjunción con un nuevo incremento de la riqueza financiera favorecido por los mercados de renta variable y a pesar de las adversas perspectivas para el empleo y las finanzas públicas. La capacidad de financiación de los hogares se estabilizó en el cuarto trimestre (aunque siguió creciendo en términos interanuales), al tocar fondo la inversión. El crecimiento de los préstamos se estabilizó en niveles reducidos. Por el lado de los activos, el patrón de la asignación de carteras apunta a un nuevo retroceso de la preferencia por la liquidez, a la búsqueda de rendimientos y a un retorno del apetito por el riesgo. En concreto, las compras de valores de renta variable, sobre todo de participaciones en fondos de inversión no monetarios, creció en detrimento de los depósitos de baja rentabilidad (gráfico D).

El excedente bruto de explotación de las sociedades no financieras continuó recuperándose en el cuarto trimestre, y su descenso interanual se moderó con rapidez, hasta el -1,7% (frente al -14,2% del segundo trimestre de 2009). La ratio del excedente bruto de explotación en relación con el valor añadido (una medida del margen) volvió a elevarse, en términos desestacionalizados, hasta el 37,9% en el cuarto trimestre, es decir, un aumento de 0,4 puntos porcentuales, tras situarse en el mínimo en el primer trimestre de 2009. Las sociedades no financieras también se beneficiaron nuevamente de la rápida caída de los pagos netos por intereses, mientras que los impuestos y los dividendos netos distribuidos se estabilizaron

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

(tasas de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales)

- Renta bruta disponible
- Prestaciones sociales netas de cotizaciones
- Impuestos directos
- Rentas de la propiedad netas
- Excedente bruto de explotación y renta mixta
- Remuneración de los asalariados

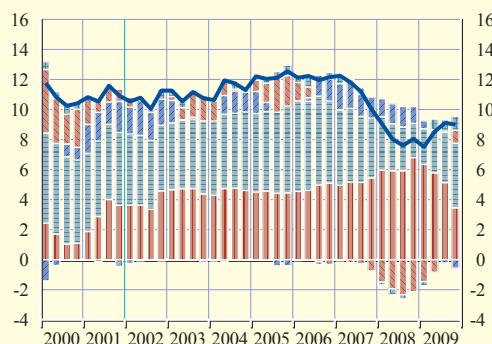


Fuentes: Eurostat y BCE.

**Gráfico D Inversión financiera de los hogares**

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

- Activos totales
- Efectivo y depósitos
- Reservas técnicas de seguro
- Valores distintos de acciones
- Acciones y otras participaciones
- Otros



Fuentes: Eurostat y BCE.

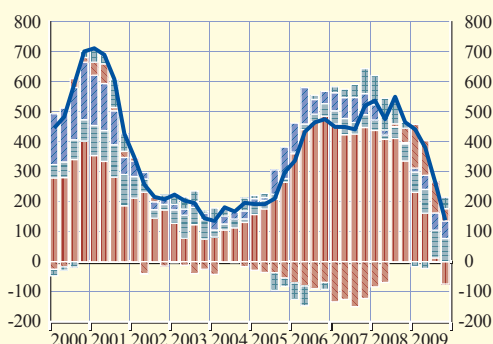
en el cuarto trimestre a niveles muy reducidos. De este modo se confirmó el acusado repunte del ahorro (y de la renta disponible) observado en el tercer trimestre, que dio lugar a un importante incremento interanual en el cuarto trimestre. Al mismo tiempo, la contracción interanual de la formación de capital fijo de las sociedades no financieras siguió moderándose en el cuarto trimestre (hasta el -9,9%). La desacu- mulación de existencias continuó en el cuarto trimestre a un ritmo todavía rápido. En total, con un ahorro mayor que la inversión en capital, la posición deudora neta de las sociedades no financieras continuó mejorando, convertida en posición acreedora neta en términos intertrimestrales, en el tercer trimestre de 2009. La tasa de crecimiento interanual de la financiación externa de las sociedades no financieras se redujo aún más, manteniéndose los pronunciados efectos de sustitución, ya que la financiación obtenida en el mercado (valores distintos de acciones y acciones cotizadas) compensó con creces las amortizacio- nes netas de los préstamos concedidos por las sociedades no financieras: + 135 mm de euros frente a -105 mm de euros, respectivamente, para 2009 en su conjunto (gráfico E). El crecimiento de los créditos comerciales y de los préstamos concedidos por las sociedades no financieras (sobre todo la financiación «intrasectorial») continuó desacelerándose, a pesar del repunte del crecimiento del PIB nominal, lo que sugiere una normalización del papel de amortiguador desempeñado hasta el momento durante la crisis, en vista de la mejora de la situación en términos de flujo de caja de las empresas y de la ligera relajación de la financiación bancaria (gráfico F). En este contexto, las sociedades no financieras repusieron sus- tancialmente sus reservas de liquidez (depósitos, pero también valores distintos de acciones).

Aunque las cuentas de las *Administraciones Públicas* se deterioraron adicionalmente en flujos acu- mulados de los cuatro últimos trimestres, la mejora de la tasa de variación interanual apunta a una ligera estabilización del déficit en torno al mínimo, alcanzado posiblemente en el segundo trimestre

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

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

- Financiación externa
- Contracción de préstamos menos préstamos concedidos
- Valores distintos de acciones emitidos
- Acciones cotizadas emitidas
- Otros pasivos menos otros activos
- Acciones no cotizadas emitidas menos compradas

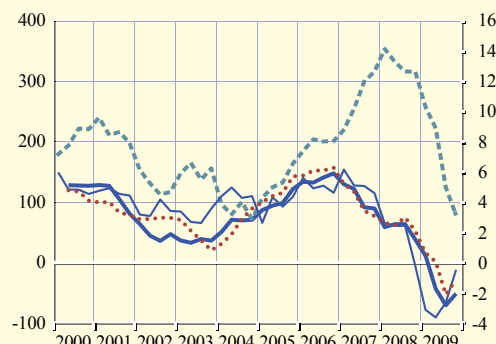


Fuente: BCE.  
Nota: A efectos de presentación, se excluyen de la financiación algunas operaciones con activos, ya que se realizan principalmente dentro del sector (préstamos concedidos por las sociedades no financieras, acciones no cotizadas, otras cuentas pendientes de cobro/de pago).

**Gráfico F Préstamos concedidos por las sociedades no financieras y créditos comerciales pendientes de cobro y de pago**

(flujos acumulados de los cuatro últimos trimestres en mm de euros; tasas de variación interanual)

- Crédito comercial pendiente de cobro (escala izquierda)
- Crédito comercial pendiente de pago (escala izquierda)
- Créditos concedidos por las sociedades no financieras (escala izquierda)
- Tasa de crecimiento interanual del PIB (escala derecha)



Fuentes: Eurostat y BCE.  
Nota: El BCE ha estimado los créditos comerciales pendientes de cobro y de pago sobre la base de información parcial.

de 2009. Es probable que esta estabilización refleje el impacto de los estabilizadores automáticos en una economía que muestra una recuperación moderada, así como la eliminación gradual de las medidas de estímulo. Se registraron contracciones interanuales menos acusadas en la mayor parte de las partidas de ingresos, salvo en el caso de los impuestos y de las cotizaciones sociales pagadas por los hogares. La emisión de deuda, aunque siguió siendo elevada, no fue tan intensa en los dos últimos trimestres como en los nueve meses anteriores, cuando los Gobiernos tuvieron que financiar las considerables compras de activos financieros llevadas a cabo en el contexto de los rescates financieros. Las importantes emisiones de valores distintos de acciones continuaron siendo absorbidas principalmente por las IFM y los no residentes.

La renta disponible de las *instituciones financieras* cayó en términos interanuales, aunque con menos rapidez que antes. La contracción actual de los intereses netos obtenidos (que superó el sólido crecimiento del excedente bruto de explotación derivado del aumento de los márgenes bancarios y de la caída de la remuneración de los asalariados) se vio atenuada en este trimestre por recortes más pronunciados en los dividendos netos distribuidos. Además de unos considerables beneficios netos no distribuidos cercanos a los 100 mm de euros en 2009, las sociedades financieras se beneficiaron de sustanciales revalorizaciones en los últimos trimestres (gráfico G). Las ganancias derivadas de las tenencias de acciones y valores de deuda compensaron las importantes minusvalías en que se había incurrido inicialmente debido a los activos «tóxicos», y se empezaron a registrar cada vez con más frecuencia ganancias en distintos productos estructurados<sup>3</sup>. Pese a las presiones existentes para el desapalancamiento, los flujos de entrada en el balance de las instituciones financieras (excluidos los depósitos interbancarios) siguieron siendo positivos, y ascendieron, en promedio, a 200 mm de euros por trimestre, tras alcanzar el mínimo en el cuarto trimestre de 2008, frente al billón de euros registrado durante el período de auge del apalancamiento anterior. El desplazamiento hacia activos más seguros se mantuvo mediante la adquisición de deuda pública, la reducción de las exposiciones transfronterizas y las restricciones a la concesión de préstamos. El reforzamiento del papel de los instrumentos de mercado en los activos de las instituciones financieras apunta a ciertas señales de desintermediación a raíz de la crisis. Del mismo modo, las sociedades no financieras están ampliando la emisión de deuda en los mercados, y los hogares están favoreciendo de nuevo los instrumentos de mercado (sobre todo a través de las instituciones de inversión colectiva).

### Mercados financieros

En cuanto al mercado de *renta fija*, la considerable expansión de las operaciones financieras netas en valores distintos de acciones experimentada en el cuarto trimestre de 2008 y en el primer trimestre de

3 En el caso de los préstamos, que se valoran por el nominal, conviene observar que el deterioro del valor solo afecta a la riqueza financiera de los acreedores cuando se reconocen como fallidos (cuando se dan de baja del balance), lo que ocurre normalmente con mucho retraso.

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

(flujos intertrimestrales; mm de euros)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.  
Nota: «Total» se refiere a «Otros flujos económicos», que están relacionados, principalmente, con las pérdidas y ganancias (incluido el saneamiento de los préstamos).

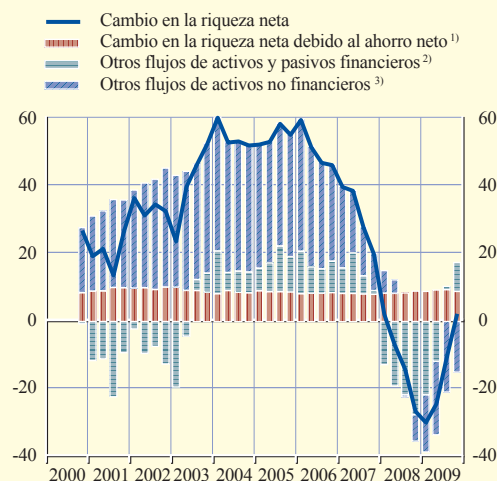
2009 siguió retrocediendo en el último trimestre de 2009, aunque la emisión pública continuó siendo elevada. Las sociedades no financieras reanudaron las compras. La posición compradora neta de los otros intermediarios financieros refleja considerables adquisiciones de participaciones en fondos de inversión (ya que los inversores buscaron de nuevo la rentabilidad), que compensaron las emisiones, todavía importantes, llevadas a cabo por los fondos de titulización en el contexto de titulizaciones ad hoc (para su empleo como activos de garantía en las operaciones de financiación del BCE). Las IFM reanudaron la actividad emisora y, al mismo tiempo, se desprendieron de los valores distintos de acciones que tenían en su poder. El resto del mundo siguió comportándose como comprador neto, con importantes adquisiciones realizadas por no residentes. Por lo que se refiere al mercado de *fondos de inversión*, la emisión de *participaciones de fondos de inversión distintos de los fondos del mercado monetario* se aceleró como consecuencia de la preferencia de los hogares por activos de más riesgo y a más largo plazo. En cuanto al mercado de acciones cotizadas, la emisión neta siguió siendo intensa, en el contexto de las mayores necesidades de capital de las IFM y del desplazamiento progresivo de las sociedades no financieras a la financiación no bancaria. Las sociedades no financieras fueron vendedoras netas de acciones, y los fondos de inversión (en el sector de otros intermediarios financieros), importantes compradores. En el *mercado de préstamos*, las sociedades no financieras continuaron amortizando los préstamos concedidos por las IFM, sobre todo en el segmento a corto plazo, y los sustituyeron por otras clases de pasivos, mientras que el crecimiento del endeudamiento de los hogares mediante préstamos empezó a remontar moderadamente.

### Evolución de los balances

En el cuarto trimestre de 2009, la tasa interanual de la riqueza neta de los hogares pasó a ser positiva, tras dos años de valores negativos. Aunque la influencia del ahorro neto (9% de la renta) se ha visto neutralizada, en gran medida, por las revalorizaciones negativas, estas últimas se refieren ahora principalmente a los activos inmobiliarios, mientras que, por el contrario, se han producido revalorizaciones positivas en las acciones y otras participaciones, como consecuencia de la recuperación del mercado de renta variable (Chart H). El incremento de los precios de mercado de los valores de renta variable ha contribuido a la mejora de los balances de las entidades de crédito, que disponen de gran cantidad de estos activos en su cartera, y las ganancias generadas exceden con mucho al saneamiento de los préstamos (Chart G).

**Gráfico H Cambio en la riqueza neta de los hogares**

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



Fuentes: Eurostat y BCE

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

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

2) Principalmente pérdidas y ganancias en acciones y otras participaciones.

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



### 3 PRECIOS Y COSTES

Según el avance de Eurostat, la inflación interanual medida por el IAPC de la zona del euro se situó en el 1,5% en abril de 2010, frente al 1,4% de marzo. El aumento de la inflación observado en los últimos meses es reflejo, en gran medida, de la subida de los precios de la energía. De cara al futuro, podrían acrecentarse las presiones inflacionistas mundiales, impulsadas, principalmente, por la evolución de los precios en los mercados de materias primas y en las regiones económicas de rápido crecimiento del mundo. En cambio, se mantienen las previsiones de contención de las presiones sobre los precios internos de la zona del euro. En consecuencia, se espera que la inflación permanezca en una senda moderada en el horizonte temporal relevante para la política monetaria. Mientras que los riesgos a corto plazo para las perspectivas de inflación medida por el IAPC apuntan ligeramente al alza, los riesgos para las perspectivas de precios a medio plazo están, en general, equilibrados.

#### 3.1 PRECIOS DE CONSUMO

Según el avance de Eurostat, la inflación interanual medida por el IAPC de la zona del euro se situó en el 1,5% en abril de 2010, frente al 1,4% de marzo (véase cuadro 4). Aunque no se han publicado todavía las estimaciones oficiales del detalle del IAPC de abril, este aumento puede estar relacionado con la persistencia de un elevado crecimiento interanual de los precios de la energía.

En marzo, la tasa de inflación interanual medida por el IAPC registró un fuerte aumento, de 0,5 puntos porcentuales, en relación con febrero. El detalle del IAPC de marzo indica que este incremento estuvo determinado, principalmente, por los precios de la energía y de los alimentos, así como por algunos componentes de servicios más volátiles (véase gráfico 21).

La tasa de variación interanual de los precios energéticos del IAPC se elevó de forma acusada en marzo, hasta el 7,2%, desde el 3,3% de febrero, como resultado, fundamentalmente, de un pronunciado aumento intermensual de los precios de los productos energéticos derivados del petróleo (como los combustibles líquidos y los combustibles para transporte). A su vez, estos incrementos fueron reflejo de las fuertes subidas de los precios del petróleo observadas en marzo, así como del aumento de los márgenes del refino y de los minoristas. Los efectos de base contribuyeron también a la elevación de la tasa de crecimiento interanual de este componente.

**Cuadro 4 Evolución de los precios**

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

	2008	2009	2009 Nov	2009 Dic	2010 Ene	2010 Feb	2010 Mar	2010 Abr
<b>IAPC y sus componentes</b>								
Índice general <sup>1)</sup>	3,3	0,3	0,5	0,9	1,0	0,9	1,4	1,5
Energía	10,3	-8,1	-2,4	1,8	4,0	3,3	7,2	.
Alimentos no elaborados	3,5	0,2	-1,3	-1,6	-1,3	-1,2	-0,1	.
Alimentos elaborados	6,1	1,1	0,5	0,7	0,6	0,6	0,5	.
Bienes industriales no energéticos	0,8	0,6	0,2	0,4	0,1	0,1	0,1	.
Servicios	2,6	2,0	1,6	1,6	1,4	1,3	1,6	.
<b>Otros indicadores de precios</b>								
Precios industriales	6,1	-5,1	-4,4	-2,9	-1,0	-0,4	0,9	.
Precios del petróleo (euro/barril)	65,9	44,6	52,1	51,6	54,0	54,5	59,1	64,0
Precios de las materias primas no energéticas	2,1	-18,5	-0,8	19,0	26,8	25,0	33,9	35,3

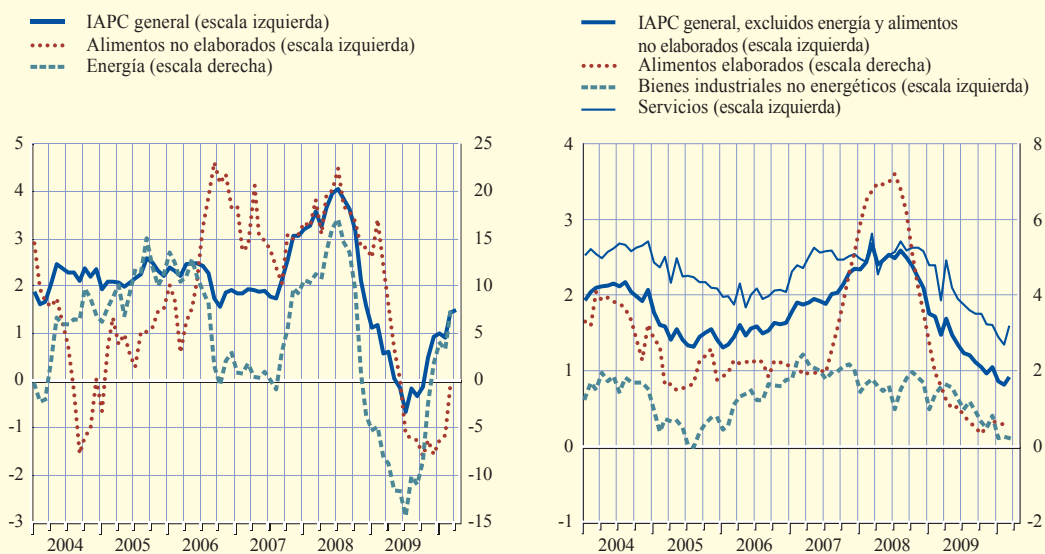
Fuentes: Eurostat, BCE y cálculos del BCE basados en datos de Thomson Financial Datastream.

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 abril de 2010 corresponde a una estimación preliminar de Eurostat.

## Gráfico 21 Desagregación del IAPC por principales componentes

(tasas de variación interanual; datos mensuales)



Fuente: Eurostat.

Tras mantenerse en valores negativos durante siete meses, la tasa de variación interanual de los precios de todos los alimentos (incluidos el alcohol y el tabaco) se elevó en marzo, hasta el 0,3%, desde el -0,1% de febrero. Aún siendo todavía negativa, la tasa de variación interanual de los precios de los alimentos no elaborados aumentó, desde el -1,2% de febrero hasta el -0,1% de marzo, como consecuencia de la subida de los precios del pescado y de las hortalizas. La tasa de variación interanual de los precios de los alimentos elaborados descendió ligeramente en marzo, hasta el 0,5%. Partidas como el pan y los cereales, los productos lácteos y los aceites y las grasas siguieron registrando tasas de variación interanual negativas.

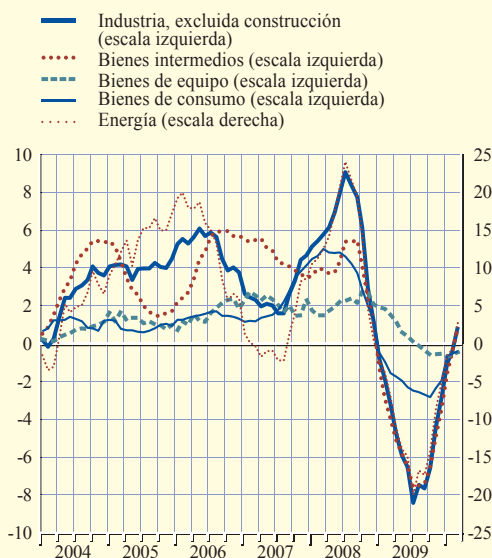
Si se excluyen los alimentos y la energía, que representan cerca del 30% de la cesta del IAPC, la inflación interanual medida por el IAPC aumentó, desde el 0,9% de febrero hasta el 1% de marzo, como resultado, básicamente, de la elevación de la inflación en los precios de los servicios. La tasa de inflación interanual en los precios de los servicios se situó en el 1,6% en marzo, 0,3 puntos porcentuales por encima del nivel de febrero. Esta aceleración fue reflejo de una mayor inflación en los servicios recreativos y de transporte. Mientras que la mayor inflación en los servicios de transporte parece estar relacionada con la subida de los precios de la energía, el aumento de los precios de los servicios recreativos estuvo relacionado, en parte, con los efectos de calendario que afectaron a los precios de las vacaciones organizadas en la cesta del IAPC. La tasa de variación interanual de los precios de los bienes industriales no energéticos se mantuvo sin cambios en el 0,1%. Dentro de este componente, los precios de los bienes de consumo duradero (automóviles, aparatos electrónicos, etc.) siguieron registrando tasas de variación interanual negativas en marzo.

### 3.2 PRECIOS INDUSTRIALES

Los últimos datos disponibles muestran que, tras más de un año, la tendencia descendente de los precios industriales ha tocado fondo. En marzo, la tasa de variación interanual de los precios industriales, ex-

**Gráfico 22 Desagregación de los precios industriales**

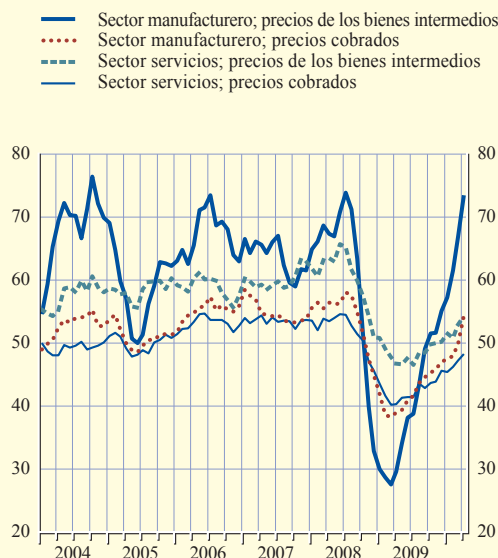
(tasas de variación interanual; datos mensuales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

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

(índices de difusión; datos mensuales)



Fuente: Markit.

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

cluida la construcción, se elevó hasta el 0,9% desde el -0,4% de febrero. Este primer dato positivo desde diciembre de 2008 estuvo determinado, principalmente, por los precios de los componentes de energía y de bienes intermedios, como consecuencia de fuertes efectos de base positivos y de recientes incrementos de los precios de la energía y de las materias primas (véase gráfico 22).

Los indicadores de las encuestas señalan también que están desapareciendo las presiones a la baja sobre los precios. Por lo que se refiere a la encuesta a los directores de compras, todos los índices de precios volvieron a subir en abril (véase gráfico 23). El índice de precios cobrados en el sector manufacturero refleja aumentos de los precios en abril, por primera vez desde octubre de 2008. Sin embargo, el índice de precios cobrados en el sector servicios permanece por debajo de 50, señal de descenso de los precios (aunque a tasas inferiores a las observadas en los últimos meses). El índice de precios de los bienes intermedios en el sector manufacturero volvió a elevarse en abril, como resultado, probablemente, de aumentos de los precios de las materias primas, mientras que el correspondiente índice del sector servicios se elevó en menor medida, como reflejo, en gran parte, de la evolución moderada de los salarios. En general, los indicadores de las encuestas parecen sugerir que las empresas están teniendo ciertas dificultades en trasladar el incremento de los precios de los bienes intermedios a los consumidores.

### 3.3 INDICADORES DE COSTES LABORALES

Desde el último Boletín Mensual se han publicado escasos datos nuevos relativos a los indicadores de costes laborales. En general, los datos disponibles más recientes muestran que prosiguió el descenso de la tasa de crecimiento interanual de los indicadores de costes laborales en el cuarto trimestre de 2009,

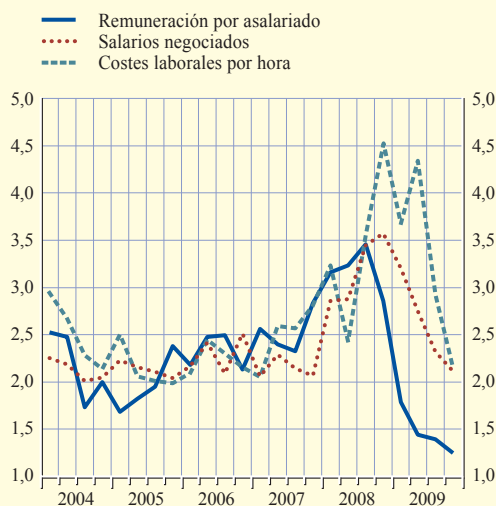
prolongando la tendencia iniciada a finales de 2008 (véanse gráfico 24 y cuadro 5). En el recuadro 8 se analiza este tema desde una perspectiva más amplia y se compara la evolución de los salarios en la zona del euro y en Estados Unidos.

La tasa de crecimiento interanual de los salarios negociados en la zona del euro disminuyó hasta el 2,1% en el cuarto trimestre de 2009, desde el 2,3% del tercer trimestre. Esta reducción confirma que el crecimiento de los salarios negociados en la zona del euro mantiene la trayectoria descendente que ha venido siguiendo desde el comienzo de 2009. La información disponible sugiere que la tasa de crecimiento interanual de los salarios negociados puede haberse estabilizado a principios de 2010.

En el último trimestre de 2009, la tasa de crecimiento interanual de los costes laborales por hora de la zona del euro volvió a disminuir, hasta el 2,2%, desde el 3% del tercer trimestre, alcanzando un nivel próximo a los mínimos históricos observados en 2005. La desaceleración del crecimiento interanual de los costes laborales refleja, fundamentalmente, un ritmo de descenso más lento de las horas trabajadas por asalariado, en particular en el sector industrial (véase gráfico 25). De hecho, en términos intertrimestrales, las horas trabajadas en el conjun-

**Gráfico 24 Indicadores de costes laborales**

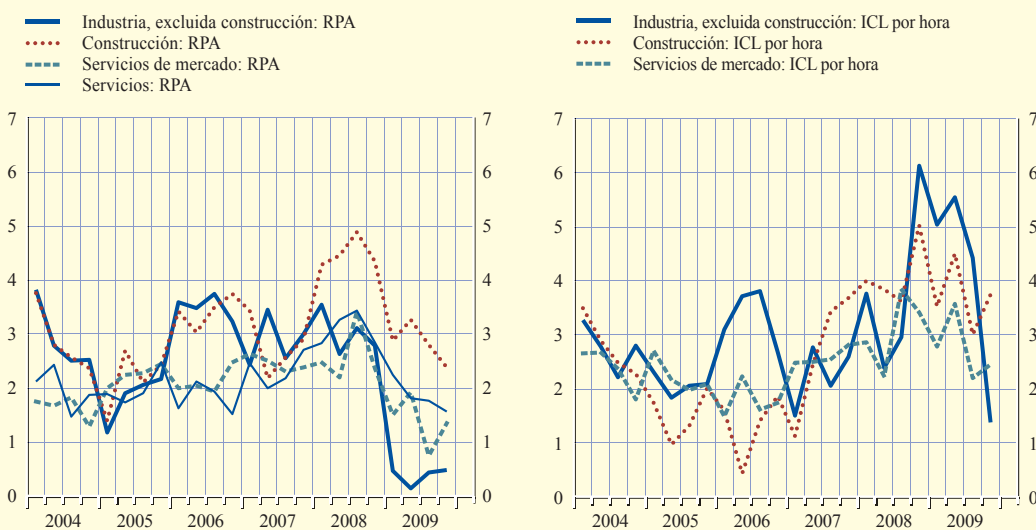
(tasas de variación interanual; datos trimestrales)



Fuentes: Eurostat, datos nacionales y cálculos del BCE.

**Gráfico 25 Evolución de los costes laborales por sectores**

(tasas de variación interanual; datos trimestrales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

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

Cuadro 5 Indicadores de costes laborales

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)							
	2008	2009	2008 IV	2009 I	2009 II	2009 III	2009 IV
Salarios negociados	3,2	2,6	3,6	3,2	2,8	2,3	2,1
Costes laborales totales por hora	3,5	3,3	4,5	3,6	4,3	3,0	2,2
Remuneración por asalariado	3,2	1,5	2,9	1,8	1,4	1,4	1,2
<i>Pro memoria:</i>							
Productividad del trabajo	-0,1	-2,2	-1,7	-3,7	-3,0	-1,9	-0,1
Costes laborales unitarios	3,3	3,8	4,7	5,7	4,6	3,4	1,3

Fuentes: Eurostat, datos nacionales y cálculos del BCE.

to de la economía aumentaron en el último trimestre de 2009, lo que sugiere que el fuerte ajuste de las horas trabajadas que se produjo durante la recesión (especialmente mediante la reducción de las horas de trabajo en el sector industrial, a través de cuentas de horas (*working-time accounts*) y de planes subvencionados por el Gobierno) ha empezado a corregirse.

La tasa de crecimiento interanual de la remuneración por asalariado volvió a disminuir ligeramente, hasta el 1,2%, en el cuarto trimestre de 2009, desde el 1,4% del trimestre precedente. Unido a una nueva importante mejora de la productividad por persona, el descenso de la tasa de crecimiento interanual de la remuneración por asalariado volvió a determinar una acusada desaceleración del crecimiento de los costes laborales unitarios. En el último trimestre de 2009, la tasa de crecimiento interanual de los costes laborales unitarios cayó al 1,3%, desde el 3,4% del trimestre anterior, nivel muy inferior al máximo de casi el 6% alcanzado en el primer trimestre del año. De cara al futuro, se espera que prosiga la desaceleración del crecimiento de los costes laborales unitarios, o incluso que disminuyan, en 2010, como consecuencia, principalmente, de ganancias de productividad.

## Recuadro 8

## EVOLUCIÓN DE LOS SALARIOS EN LA ZONA DEL EURO Y ESTADOS UNIDOS DURANTE LA RECIENTE RECESIÓN ECONÓMICA: ANÁLISIS COMPARATIVO

La reciente recesión económica ha provocado un fuerte deterioro de los mercados de trabajo tanto en la zona del euro como en Estados Unidos. Ante un crecimiento negativo o reducido de la demanda y de la actividad general, los empresarios de ambas regiones han intentado ajustar los costes salariales, en términos de trabajadores y de salarios. En este recuadro se compara la evolución de estos factores, centrándose en el sector privado.

Para empezar, hay que destacar que la existencia de diferencias institucionales, así como de diferencias en la cobertura y las definiciones de las actividades económicas, el empleo y los costes laborales, dificulta la comparación de los datos entre las dos economías. Este recuadro se centra en la evolución de los costes laborales por hora, que parecen ser las estadísticas más próximas disponibles. Para medir los costes laborales por hora de la zona del euro se utiliza el índice de costes laborales, mientras que para Estados Unidos se utiliza como indicador comparable el de los costes empresariales derivados de la remuneración de los asalariados. En general, los salarios por hora se ajustaron más pronto y en mayor medida en Estados Unidos que en la zona del euro. Ello puede explicarse, en parte, por la recesión

económica que comenzó antes en Estados Unidos, en el cuarto trimestre de 2007, mientras que el crecimiento del PIB de la zona del euro no se vio verdaderamente afectado hasta el segundo trimestre de 2008. Sin embargo, también influyeron las distintas políticas aplicadas a los mercados de trabajo y un mayor grado de flexibilidad salarial.

### Costes laborales por hora

Tanto en la zona del euro como en Estados Unidos, el deterioro de la situación del mercado de trabajo ha alentado la contención salarial en los últimos trimestres, tal y como muestra la evolución de los costes laborales por hora (véase gráfico A)<sup>1</sup>. En Estados Unidos, el crecimiento de los costes salariales se desaceleró a lo largo de 2009. El crecimiento interanual de los salarios se situó en el 0,3% en el cuarto trimestre de 2009, muy por debajo de la media del 3,4% anterior a la recesión. En la zona del euro, el crecimiento

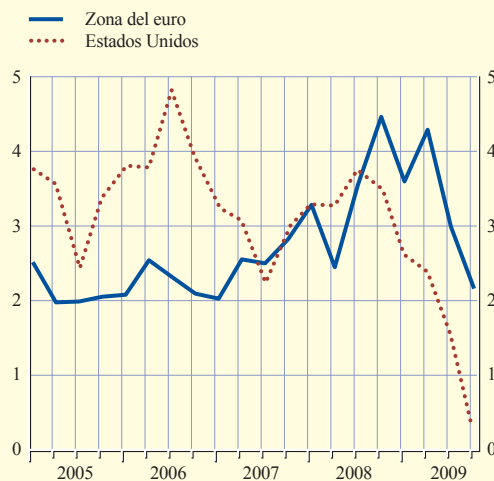
de los costes laborales por hora empezó a disminuir más tarde que en Estados Unidos, manteniéndose en torno al 4% en el segundo semestre de 2008 y a comienzos de 2009. Más recientemente, en el cuarto trimestre de 2009, el crecimiento interanual de los costes laborales por hora volvió a niveles más cercanos a los observados antes de la recesión, situándose ligeramente por encima del 2%.

### Diferencias estructurales

La desaceleración más pronunciada del crecimiento de los costes laborales por hora registrada en Estados Unidos en comparación con la observada en la zona del euro durante la recesión refleja, en primer lugar, el mayor grado de flexibilidad salarial. Los salarios de la zona del euro se ajustaron a un ritmo más lento, debido a la mayor duración de los acuerdos salariales que se firman, en promedio, por unos dos años<sup>2</sup>. En Estados Unidos, los salarios se fijan, habitualmente, por un período de un año, lo que ha permitido a los empresarios estadounidenses empezar más rápidamente a reducir los costes laborales. Además, en Estados Unidos los empresarios parecen haber realizado mayores ajustes salariales durante la recesión. Por ejemplo, según una reciente encuesta de la Society for Human Resource Management, en 2009 el 5% de las empresas estadounidenses redujeron los salarios y hasta un 48% impuso congelaciones salariales<sup>3</sup>. En la zona del euro, según una encuesta realizada recientemente en el marco de la Red de Investigación sobre la Dinámica Salarial (Wage Dynamics Network - WDN)<sup>4</sup>, el 2% de las entidades encuestadas recortaron los salarios base y un 37% los congeló entre el inicio de la crisis financiera y el verano de 2009. Por otra parte, en Estados Unidos

**Gráfico A Crecimiento de los costes laborales por hora en la zona del euro y Estados Unidos**

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat y Bureau of Labor Statistics.  
Nota: Los datos se refieren al sector privado no agrícola.

1 La comparación entre la evolución de los salarios en Estados Unidos y en la zona del euro plantea la comparación con el mercado de trabajo japonés. Sin embargo, esta comparación no es sencilla, dado que el mercado de trabajo japonés se caracteriza por distintos rasgos idiosincrásicos. No obstante, Japón ha registrado un crecimiento salarial reducido (o incluso negativo), aunque el ritmo de descenso se ha ralentizado considerablemente en los últimos tiempos.  
2 Véase P. Du Caju, E. Gautier, D. Momferatou y M. Ward-Warmedinger, «Institutional features of wage bargaining in 23 European countries, the US and Japan», Working Paper n.º 974, BCE, 2008.  
3 Según Hewitt Associates, una empresa estadounidense de recursos humanos.  
4 Véase «Wage dynamics in Europe: final report of the Wage Dynamics Network», BCE, diciembre de 2009.

el uso generalizado de planes de remuneraciones variables (que representaban el 11,2% de las nominas en 2009) permitió a los empresarios controlar fácilmente el crecimiento de los salarios durante la recesión. En la zona del euro, las primas solo son relevantes en algunos sectores, como los servicios financieros, mientras que los aumentos salariales todavía vienen determinados, en gran medida, a nivel central o sectorial. La información procedente de la encuesta de la WDN confirma este panorama, ya que solo en torno al 12% de las empresas encuestadas utilizaron los componentes flexibles de los salarios para ajustar los costes generales.

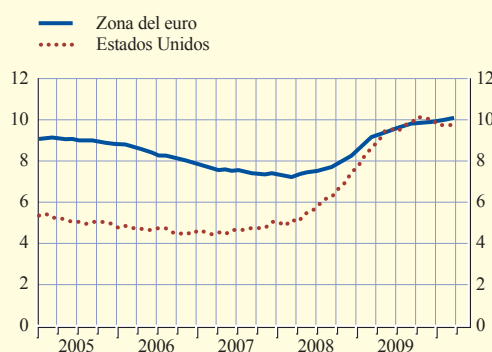
En segundo lugar, en Estados Unidos los salarios o prestaciones de cerca de la mitad de la población activa están vinculados a variaciones del índice de precios de consumo. Estos precios bajaron un 0,4%, en tasa interanual, en 2009, lo que supuso un estancamiento o incluso una reducción de los salarios indiciados con la inflación. En la zona del euro, mientras que la indiciación formal o informal suele afectar también a una elevada proporción de contratos, los acuerdos salariales más recientes sugieren que el ajuste no es necesariamente simétrico cuando la inflación es baja o incluso negativa<sup>5</sup>. Mientras que, por ejemplo, la indiciación salarial dio lugar en Bélgica a ajustes salariales negativos para 2010, la incidencia a la baja de estas cláusulas no es automática y ha de ser acordada por empresarios y asalariados. En otros países de la zona del euro, el efecto de la indiciación es todavía poco claro.

En tercer lugar, el desempleo aumentó antes y en mayor medida en Estados Unidos que en la zona del euro, moderando el crecimiento salarial. La tasa de desempleo estadounidense empezó a elevarse a finales de 2007, con una subida de más de 5 puntos porcentuales, hasta alcanzar el 9,7% en marzo de 2010. Por el contrario, la tasa de paro de la zona del euro solo comenzó a aumentar en 2008, y en menos de 3 puntos porcentuales, hasta situarse en marzo de 2010 en el 10%, la tasa más alta registrada en más de una década (véase gráfico B). La variación más importante de la tasa de desempleo estadounidense durante la crisis puede explicarse por una legislación de protección del empleo más laxa en comparación con la de la zona del euro, así como por las perturbaciones relativamente más intensas observadas en los sectores inmobiliario, financiero y de la construcción<sup>6</sup>. Por otro lado, el amplio recurso a los planes de reducción de las horas de trabajo favoreció el empleo en la zona del euro durante la recesión.

Finalmente, el ajuste más lento de los salarios en la zona del euro fue también reflejo del impulso automático al crecimiento de los salarios por hora, debido a los acuerdos sobre horas de trabajo suscritos durante la recesión. El amplio uso de cuentas de horas, especialmente en Alemania, permitió a los asalariados trabajar un menor número de horas, reduciendo así las horas extraordinarias acumuladas en el pasado sin que disminuyera su remuneración fija. Además, los planes de reducción de las

Gráfico B Tasa de desempleo en la zona del euro y Estados Unidos

(en porcentaje de la población activa)



Fuentes: Eurostat y Bureau of Labor Statistics.

5 En torno al 35% de las empresas de la zona del euro encuestadas en el marco de la WDN señalaron alguna clase de ajuste, formal o informal, de la inflación. Véase M. Druant, S. Fabiani, G. Kezdi, A. Lamo, F. Martins y R. Sabbatini, «How are firms' wages and prices linked: survey evidence in Europe», Working Paper n.º 1084, BCE, 2009.

6 «Perspectivas de la Economía Mundial», FMI, abril de 2010.

horas de trabajo subvencionados por el Gobierno dieron a las empresas la oportunidad de reducir las horas trabajadas por sus asalariados, mientras que los Gobiernos nacionales complementaban la remuneración de estos empleados. Como las empresas todavía tenían que pagar los costes laborales fijos y habían acordado, en la mayor parte de los casos, añadir un suplemento a la remuneración de sus asalariados, además de la subvención del Gobierno, ello supuso también aumentos de los salarios por hora. Tanto las cuentas de horas como los planes de reducción de las horas de trabajo se utilizaron sobre todo en la industria, por lo que los costes laborales por hora se vieron más afectados en el sector industrial.

Por el contrario, en Estados Unidos se utilizaron de forma limitada los planes de reducción de las horas de trabajo, que influyeron, por lo tanto, escasamente en los salarios por hora. Además, en Estados Unidos la reducción de las horas de trabajo supone una reducción proporcional de la remuneración semanal. Así pues, el descenso del promedio de horas trabajadas por persona en Estados Unidos no supuso un mayor crecimiento de los costes laborales por hora, como ocurrió en la zona del euro.

### Conclusiones

La reciente recesión económica ha dado lugar a un menor ajuste del factor trabajo en la zona del euro que en Estados Unidos. Paralelamente, los costes laborales por hora se han ajustado en menor medida y con retraso en la zona del euro, en relación con el ajuste relativamente fuerte y rápido que se produjo en Estados Unidos. El sistema salarial más descentralizado vigente en Estados Unidos, en comparación con los sistemas existentes en varios países de la zona del euro, ha facilitado probablemente un mayor ajuste a la baja del crecimiento salarial, determinado por recortes de los salarios, congelaciones salariales y reducción de las remuneraciones variables. Además, la incidencia a la baja de la indiciación en tiempos de baja inflación parece haber sido mayor en Estados Unidos, mientras que una mayor respuesta en términos de aumento del desempleo limitó el crecimiento de los salarios. Por el contrario, en la zona del euro el crecimiento de los costes laborales por hora aumentó inicialmente en 2009, reflejo tanto del impacto de los incrementos salariales acordados previamente como del uso más limitado de componentes flexibles de los salarios, y de un impulso automático, ya que las horas trabajadas disminuyeron como consecuencia de los planes de reducción de las horas de trabajo subvencionados por el Gobierno, sin una reducción proporcional de la remuneración por asalariado. Más recientemente, el crecimiento de los salarios por hora se ha moderado también en la zona del euro.

De cara al futuro, es probable que el crecimiento de los costes laborales por hora siga siendo reducido en Estados Unidos y que disminuya más en la zona del euro, donde se espera un nuevo ajuste a la baja en términos de empleo, en el contexto de una persistente respuesta retardada a la reciente recesión. Aunque en la zona del euro las rigideces del mercado de trabajo y las políticas favorables al empleo han prevenido una mayor reducción del empleo, es posible que el necesario ajuste de los costes laborales solo se haya retrasado y que pueda, por lo tanto, extenderse al período de recuperación.

### 3.4 PRECIOS DE LOS INMUEBLES RESIDENCIALES EN LA ZONA DEL EURO

Según los últimos datos disponibles, en el segundo semestre de 2009 los precios de los inmuebles residenciales han bajado en la zona del euro un 3,1%, en tasa interanual, tras registrar un descenso de la misma magnitud en el primer semestre del año (para más detalles, véase el recuadro 9).



Recuadro 9

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

Los precios de los inmuebles residenciales de la zona del euro han mostrado una acusada dinámica cíclica en la última década. Tras los fuertes aumentos registrados antes de 2005, el crecimiento de los precios ha ido experimentando en los últimos años una constante desaceleración, que culminó en la contracción de 2009. En este recuadro se analiza la evolución reciente de los precios, se examinan determinados factores que influyen en la oferta y la demanda de vivienda y, a partir de estos datos, se evalúan las perspectivas para los precios de los inmuebles residenciales<sup>1</sup>.

Según los últimos datos<sup>2</sup>, en el segundo semestre de 2009 los precios de la vivienda de la zona del euro bajaron un 3,1% en tasa interanual, tras haber experimentado un descenso de la misma magnitud en el primer semestre del año (véase gráfico A, panel izquierdo). Este descenso interanual es el más pronunciado observado desde 1982 (véase gráfico A, panel derecho) y parece constituir una corrección de los precios de la vivienda, tras los fuertes incrementos registrados entre 1999 y 2005, período en el que el crecimiento medio interanual se situó en el 6,4% (véase cuadro).

En 2009, los precios de los inmuebles residenciales han bajado de forma geográficamente generalizada en casi todos los países de la zona del euro, observándose descensos superiores al 5% en Irlan-

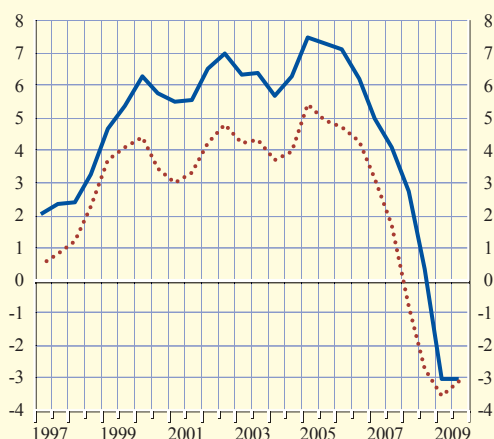
- 1 Para un análisis detallado de los enfoques aplicados en este recuadro al examen de los precios de la vivienda, véase el artículo titulado «Análisis de la evolución de los precios de la vivienda en la zona del euro», en el Boletín Mensual de febrero de 2006.
- 2 Cabe señalar que existe un alto grado de incertidumbre respecto a los datos utilizados para analizar la evolución de los precios de la vivienda. Ello se debe, en particular, a cuestiones de cobertura, control de calidad y representatividad.

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

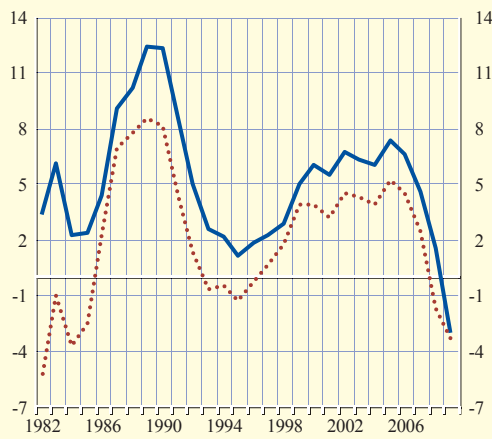
(tasas de variación interanual)

— Precios nominales  
••• Precios reales<sup>1)</sup>

**a) Datos semestrales**



**b) Datos anuales**



Fuente: Cálculos del BCE basados en datos nacionales.

Notas: Las estimaciones, incluidas las del BCE para algunos países, abarcan más del 90% de la zona para todo el período. El agregado de los 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 para todo el período.

1) El crecimiento de los precios reales de los inmuebles residenciales se obtiene restando la inflación interanual medida por el IAPC del crecimiento de los correspondientes precios nominales.

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

(tasas de variación interanual)

	Ponderación	1999-2005 Tasa media de variación interanual	2006	2007	2008	2009	2009		2009				2010
							Primer semestre	Segundo semestre	I	II	III	IV	
	%												
Bélgica <sup>1)</sup>	3,7	7,5	11,8	9,3	4,8	-0,3	-0,6	-0,1	0,9	-2,1	-1,4	1,2	..
Alemania <sup>2)</sup>	27,0	-0,9	0,2	0,7	1,0	-0,2	..	..	..	..	..	..	..
Irlanda <sup>2)</sup>	2,1	12,0	13,6	-0,5	-9,1	-13,7	-11,3	-16,1	-11,0	-11,6	-13,8	-18,5	-18,9
Grecia <sup>2)</sup>	2,5	9,5	13,0	6,2	1,5	-4,7	-4,1	-5,2	-4,2	-4,1	-5,2	-5,3	..
España <sup>2)</sup>	11,7	13,8	10,4	5,8	0,7	-7,4	-7,6	-7,1	-6,8	-8,3	-8,0	-6,3	-4,7
Francia <sup>1)</sup>	21,1	11,2	12,1	6,6	1,2	-7,1	-8,1	-6,2	-6,9	-9,3	-7,9	-4,4	..
Italia <sup>2)</sup>	17,1	6,9	5,8	5,0	2,6	-0,5	-0,3	-0,7	..	..	..	..	..
Chipre <sup>2),3)</sup>	0,2	-	10,0	15,0	13,0	-6,0	..	..	..	..	..	..	..
Luxemburgo <sup>2)</sup>	0,4	11,1	10,8	10,1	..	..	..	..	..	..	..	..	..
Malta <sup>2)</sup>	0,1	10,8	3,5	1,1	-2,7	-5,0	-7,9	-2,0	-9,9	-6,0	-2,5	-1,4	..
Países Bajos <sup>1)</sup>	6,3	7,8	4,6	4,2	2,9	-3,3	-1,5	-5,1	-0,3	-2,8	-5,1	-5,0	-4,3
Austria <sup>2),4)</sup>	3,0	0,7	4,0	4,1	1,3	..	4,6	..	4,3	4,9	3,4	..	..
Portugal <sup>2)</sup>	1,8	2,9	2,1	1,3	3,9	0,4	1,5	-0,7	2,7	0,3	-0,8	-0,6	..
Eslovenia	0,4	-	17,6	22,6	3,1	-8,2	-8,4	-8,0	-7,1	-9,8	-10,9	-5,1	..
Eslovaquia <sup>1)</sup>	0,6	-	16,8	23,9	22,1	-11,1	-8,9	-13,3	-4,3	-13,4	-14,3	-12,3	..
Finlandia <sup>1)</sup>	2,0	..	-	5,5	0,6	-0,3	-4,5	4,1	-5,5	-3,6	0,4	7,9	11,3
Zona del euro	100,0	6,4	6,6	4,5	1,5	-3,1	-3,1	-3,1	..	..	..	..	..

Fuentes: Fuentes nacionales y cálculos del BCE.

Nota: Las ponderaciones se basan en el PIB nominal de 2007.

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

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

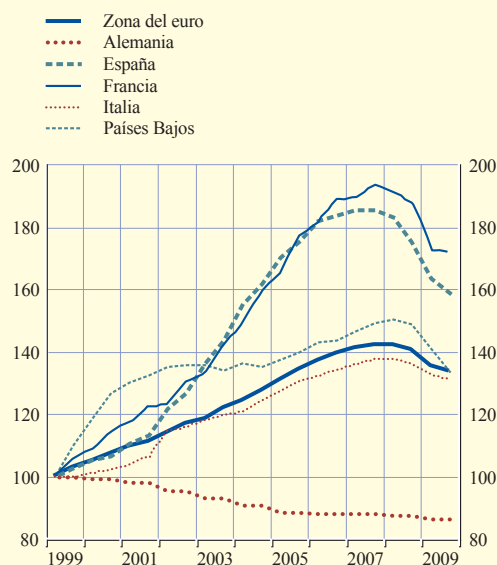
3) Para estimar el índice de precios de la vivienda, el Banco Central de Chipre utiliza los datos de valoración de los inmuebles recibidos de distintas IFM y otros indicadores relevantes del mercado de la vivienda.

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

da, España, Francia, Chipre, Eslovenia y Eslovaquia. De forma más general, los países que han registrado las correcciones más pronunciadas han tendido a ser los que habían experimentado los aumentos más acusados de los precios de la vivienda en el período anterior a 2005. Un enfoque de valoración de los activos utilizado para analizar la evolución de los precios de la vivienda sugiere que estos precios son todavía relativamente altos, en comparación con los alquileres, para el agregado de la zona del euro y para cuatro de los cinco países más grandes de la zona. La ratio entre el índice de precios de la vivienda de la zona del euro y el componente de alquileres del IAPC sigue siendo elevada, en comparación con los niveles observados hace una década (véase gráfico B)<sup>3</sup>. Con todo, los datos de alta frecuencia relativos a los precios de la vivienda indican que el ritmo de descenso parece haberse reducido ligeramente a finales de

**Gráfico B Ratio precio-alquiler de la vivienda en la zona del euro y en algunos países de la zona**

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



3 La ratio precio-alquiler de la vivienda en la zona del euro se ha mantenido también en niveles elevados en comparación con su media de largo plazo, que puede proporcionar una mejor referencia del valor de equilibrio. Véase, por ejemplo, Economic Outlook n.º 86, OCDE, noviembre de 2009.

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

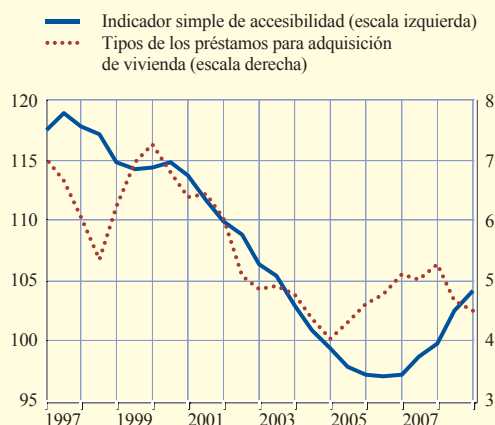
2009 y principios de 2010, lo que podría ser una señal adelantada de que la situación podría estar estabilizándose en algunos países.

La contracción de los precios de los inmuebles residenciales se ha asociado a la evolución moderada de la oferta y la demanda de vivienda. Uno de los factores determinantes de la demanda es la accesibilidad, que puede representarse utilizando un indicador simple o estrecho de accesibilidad a la vivienda. Este indicador, que se define como la ratio entre la renta nominal disponible de los hogares y el índice de precios nominales de la vivienda, volvió a elevarse a finales de 2009 (véase gráfico C), manteniendo la mejora tendencial de la accesibilidad observada desde finales de 2007. Sin embargo, es preciso tener en cuenta que esta mejora se produce después de un largo período de deterioro que comenzó en 2001, cuando las rentas no crecieron al mismo ritmo que los precios de la vivienda. En términos de evolución del crédito a la vivienda, la mejora del indicador simple de accesibilidad ha sido reforzada recientemente por una mejora simultánea de las condiciones de financiación, al descender los tipos de interés nominales de los préstamos a hogares para adquisición de vivienda en 2009. Al mismo tiempo, la tasa de crecimiento interanual de estos préstamos ha aumentado de forma constante, desde el 0,6% de septiembre de 2009 hasta el 2,6% de marzo de 2010. Aunque este factor podría apuntar a una estabilización del mercado de la vivienda, la tasa de crecimiento de estos préstamos es mucho más baja que la alcanzada en el pico del último ciclo de precios de la vivienda de mediados de 2006, cuando los préstamos crecieron a una tasa interanual de más del 12%. En conjunto, esta evolución de las rentas y del crédito sugiere que la demanda de vivienda está estabilizándose en la zona del euro.

Por el lado de la oferta en el mercado de la vivienda, la contracción de la inversión residencial real ha seguido disminuyendo, aunque es todavía severa, en el contexto de la moderación del crecimiento de los precios de la vivienda. El crecimiento interanual de la inversión residencial real de la zona del euro se contrajo un 8% en el cuarto trimestre de 2009. Aunque esta reducción fue menos acusada que la caída del 11% registrada en el primer trimestre de 2009, esta tasa estaba todavía muy alejada de la tasa media histórica de crecimiento del 0,5% observada desde 1996 y del máximo del 6,4% registrado en el último trimestre de

**Gráfico C** Indicador simple de accesibilidad a la vivienda y condiciones de financiación

(índice 2005 = 100; en porcentaje)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: El indicador simple de accesibilidad a la vivienda se define como la ratio entre la renta nominal disponible de los hogares y el índice de precios nominales de la vivienda. Los tipos de los préstamos se calculan como el tipo de los préstamos a hogares para adquisición de vivienda con período inicial de fijación del tipo de más de cinco años y hasta diez años.

**Gráfico D** Inversión residencial en la zona del euro

(en porcentaje; tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

2006 (véase gráfico D). El descenso de la inversión residencial ha contribuido a la reducción constante de la proporción de recursos destinados a la construcción inmobiliaria en la economía, tal y como muestra el hecho de que la ratio de inversión residencial nominal en relación con el PIB nominal cayó hasta aproximadamente el 5,25% de los recursos económicos a finales de 2009, desde el elevado 6,5% observado en 2006. La evolución de los permisos de construcción, que se utilizan a menudo como indicador adelantado de la inversión residencial, sugiere que la disminución gradual del ritmo de construcción continuará en los próximos meses. El número de permisos concedidos descendió un 20,8% en el último trimestre de 2009, frente a la contracción del 27,6% registrada en el primer trimestre del mismo año.

En conjunto, la dinámica de la oferta y la demanda de vivienda, así como el contraste con otros enfoques de valoración, apuntan a la probabilidad de que los precios de la vivienda sigan bajando en la zona del euro a corto plazo, aunque, posiblemente, a un ritmo que se irá moderando.

### 3.5 PERSPECTIVAS DE INFLACIÓN

Se espera que la inflación medida por el IAPC permanezca en una senda moderada en el horizonte temporal relevante para la política monetaria. En línea con la lenta recuperación de la demanda interna y externa, se prevé una evolución moderada de los precios, los costes y los salarios.

Tal y como se indica en el recuadro 10, la última encuesta del BCE a expertos en previsión económica (EPE) muestra que, en comparación con la encuesta anterior, los analistas no han modificado sustancialmente sus expectativas de inflación para 2010 y 2011, que se sitúan dentro de los intervalos de las últimas proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro. Las expectativas de inflación a largo plazo (para 2014) se mantienen estables en el 1,9%.

A corto plazo, dada la evolución de los precios de la energía, los riesgos para las anteriores proyecciones de inflación medida por el IAPC apuntan ligeramente al alza, mientras que los riesgos para la estabilidad de precios a medio plazo siguen estando, en general, equilibrados. Los riesgos alcistas a medio plazo están relacionados, en particular, con la evolución de los precios de las materias primas. Además, los impuestos indirectos y los precios administrados podrían registrar aumentos superiores a los esperados actualmente, debido a la necesidad de sanear las finanzas públicas en los próximos años. Al mismo tiempo, los riesgos para la evolución de los precios y costes internos son moderados.

#### Recuadro 10

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

Este recuadro presenta los resultados correspondientes al segundo trimestre de 2010 de la encuesta a expertos en previsión económica (EPE) realizada por el BCE entre el 16 y el 20 de abril de 2010 y respecto de la cual se recibieron 54 respuestas. En esta encuesta se recogen las expectativas de expertos de instituciones financieras y no financieras radicadas en la Unión Europea respecto a la inflación, el crecimiento del PIB y el desempleo de la zona del euro<sup>1</sup>.

<sup>1</sup> Dada la diversidad de los encuestados, los resultados agregados de la EPE pueden reflejar un conjunto relativamente heterogéneo de opiniones y supuestos subjetivos.

## Expectativas de inflación para los años 2010, 2011 y 2012

Al igual que en la encuesta anterior, por segunda vez consecutiva los encuestados no han modificado de forma significativa sus expectativas de inflación, que sitúan en el 1,4% para 2010 (con un aumento de 0,1 puntos porcentuales en relación con los resultados del primer trimestre de 2010) y mantienen sin cambios en el 1,5% para 2011 (véase cuadro)<sup>2</sup>. En sus comentarios, varios encuestados señalan que la revisión al alza de sus expectativas de inflación para 2010 se debe a unos datos de inflación más altos de lo previsto para el primer trimestre de 2010, como resultado de un repunte de los precios de las materias primas (en particular, de los de la energía y de los alimentos) y de la depreciación del tipo de cambio. Asimismo, indican que los efectos de este aumento deberían ser transitorios y se espera que se compensen a medio plazo con una disminución de la inflación subyacente. Por primera vez se pidió a los encuestados que facilitasen sus previsiones de inflación para 2012, que situaron, en promedio, en el 1,7%.

Las expectativas de inflación de la EPE para 2010 y 2011 se sitúan dentro de los intervalos de las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro en marzo de 2010. Por otro lado, las expectativas de la EPE superan en 0,2 puntos porcentuales las previsiones de abril de 2010 de Consensus Economics y del Barómetro de la Zona del Euro para 2010 y son en general similares a sus previsiones para 2011. Las expectativas de inflación de la EPE para 2012 están en línea con las del Barómetro de la Zona del Euro y se sitúan 0,2 puntos porcentuales por encima de las de Consensus Economics.

El cuestionario de la EPE solicita también que se asigne una probabilidad a que los resultados futuros se sitúen dentro de un intervalo específico. En comparación con la encuesta anterior, la distribución

2 Puede obtenerse información adicional en la dirección del BCE en Internet [www.ecb.europa.eu/stats/prices/indic/forecast/html/index.en.html](http://www.ecb.europa.eu/stats/prices/indic/forecast/html/index.en.html).

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

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

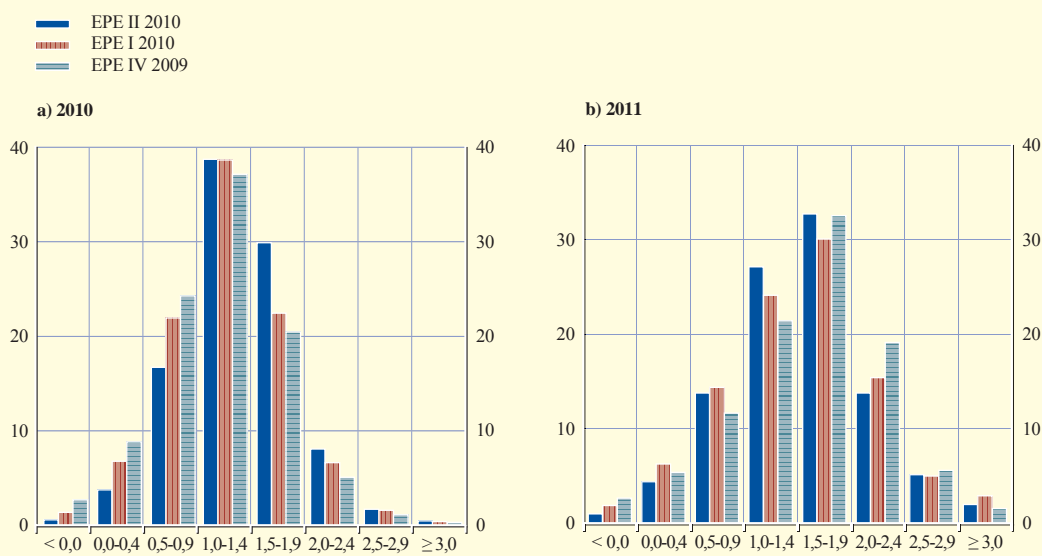
Inflación medida por el IAPC	Horizonte de la encuesta					
	2010	Marzo 2011	2011	Marzo 2010	2012	A largo plazo <sup>2)</sup>
EPE II 2010	1,4	1,4	1,5	1,7	1,7	1,9
EPE anterior (I 2010)	1,3	-	1,5	-	-	1,9
Proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE	0,8-1,6		0,9-2,1		-	-
Consensus Economics (abril 2010)	1,2	-	1,4	-	1,5	1,9
Barómetro de la Zona del Euro (abril 2010)	1,2	-	1,5	-	1,7	2,1
Crecimiento del PIB real	2010	IV 2010	2011	IV 2001	2012	A largo plazo <sup>2)</sup>
EPE II 2010	1,1	1,4	1,5	1,6	-	1,8
EPE anterior (I 2010)	1,2	-	1,6	-	-	1,8
Proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE	0,4-1,2		0,5-2,5		-	-
Consensus Economics (abril 2010)	1,2	-	1,5	-	-	1,8
Barómetro de la Zona del Euro (abril 2010)	1,1	-	1,6	-	-	2,0
Tasa de desempleo <sup>1)</sup>	2010	Febrero 2011	2011	Febrero 2012	2012	A largo plazo <sup>2)</sup>
EPE II 2010	10,3	10,4	10,3	10,0	-	8,5
EPE anterior (I 2010)	10,5	-	10,5	-	-	8,6
Consensus Economics (abril 2010)	10,4	-	10,4	-	-	-
Barómetro de la Zona del Euro (abril 2010)	10,4	-	10,3	-	-	8,9

1) En porcentaje de la población activa.

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

### Gráfico A Distribución de probabilidad para la inflación media anual en 2010 y 2011 en las últimas encuestas EPE<sup>1)</sup>

(probabilidad en porcentaje)



Fuente: BCE.

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

de probabilidad agregada para 2010 apunta a una inflación más alta. La probabilidad de que la inflación se sitúe por debajo del 1% ha disminuido (hasta el 21% desde el 30%), mientras que la probabilidad de que se sitúe entre el 1,5% y el 1,9% ha aumentado (hasta el 30% desde el 22%). Para 2010, la distribución de probabilidad más alta (39%) se asigna al intervalo comprendido entre el 1% y el 1,4%. Para 2011, la distribución de probabilidad se mantiene en general estable, en comparación con la encuesta anterior, con un ligero aumento de la probabilidad de que la inflación se sitúe entre el 1% y el 1,9% (véase gráfico A). Las distribuciones de probabilidad individuales muestran que los encuestados consideran que los riesgos para estas previsiones apuntan a la baja. Ello se refleja en el hecho de que la mayoría de encuestados facilitan una estimación superior a la previsión media de su distribución de probabilidad, lo que significa que asignan una mayor probabilidad a que los resultados se sitúen por debajo de esta previsión a que se sitúen por encima de la misma. Entre los factores que plantean riesgos bajistas para las perspectivas de inflación se mencionan la reducida utilización de la capacidad productiva y un moderado crecimiento salarial debido al elevado nivel de desempleo. Muchos encuestados indican que los principales riesgos alcistas para la inflación proceden de nuevas subidas de los precios de las materias primas (principalmente de los precios del petróleo y de los alimentos), así como de aumentos de los impuestos indirectos y de los precios administrados.

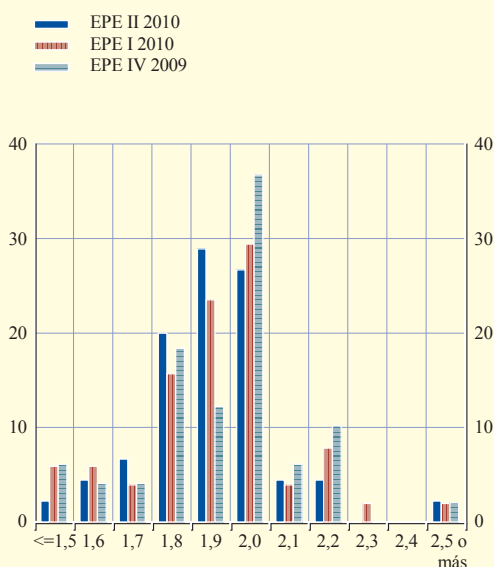
#### Indicadores de expectativas de inflación a largo plazo

Las expectativas de inflación a más largo plazo (para 2014) se mantienen estables en el 1,9%. La previsión media está en línea con la previsión de inflación a largo plazo de Consensus Economics (1,9%) y por debajo de la del Barómetro de la Zona del Euro (2,1%), publicadas ambas en abril de 2010.

La estabilidad de las expectativas de inflación a largo plazo se combina con el desacuerdo bastante estable que muestran los encuestados en sus expectativas de inflación a largo plazo, medidas por la

**Gráfico B Distribución de corte transversal de las expectativas de inflación a largo plazo (2014) de los participantes en la EPE**

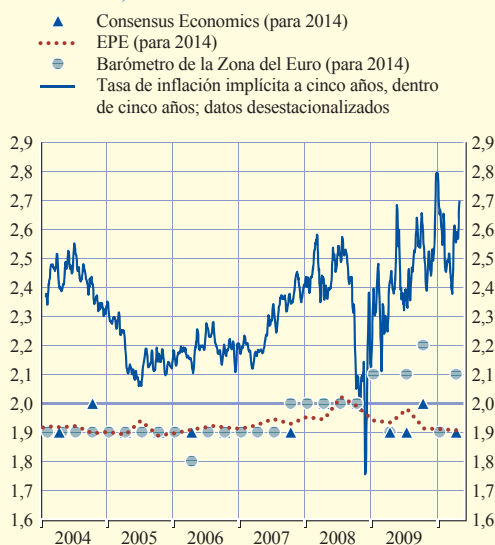
(porcentaje de encuestados)



Fuente: BCE.

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

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



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

desviación típica de sus previsiones. La incertidumbre agregada respecto a estas expectativas de inflación, medida por la desviación típica de la distribución de probabilidad agregada, se mantiene también en un nivel similar, en comparación con la encuesta anterior<sup>3</sup>. La mayoría de encuestados sitúan las expectativas de inflación a largo plazo entre el 1,8% y el 2%, siendo la previsión más alta el 2,5% y la más baja el 1,5% (véase gráfico B). Por último, la probabilidad de que la inflación a largo plazo se sitúe en un nivel igual o superior al 2% se mantiene prácticamente estable en el 43%, frente al 44% de la encuesta anterior.

Los indicadores de expectativas de inflación basados en los mercados financieros han sido, en general, más altos que los indicadores basados en las encuestas (véase gráfico C)<sup>4</sup>. En el periodo más reciente, ello ha sido reflejo, principalmente, del fuerte deterioro de la situación de liquidez observada en 2008 y en el primer semestre de 2009. Desde entonces, la situación de liquidez ha mejorado y se espera que siga normalizándose en el transcurso de 2010. Por lo tanto, habrá de considerarse con cautela la volatilidad que han mostrado estos indicadores, evitando interpretarla automáticamente como reflejo de revisiones de las expectativas de inflación a largo plazo de los participantes en el mercado<sup>5</sup>.

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

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

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

## Expectativas de crecimiento del PIB real

En promedio, los encuestados sitúan el crecimiento del PIB real de la zona del euro en el 1,1% para 2010 y el 1,5% para 2011. Ello representa una revisión a la baja (de 0,1 puntos porcentuales para cada año) de las expectativas de la encuesta anterior. Varios encuestados opinan que la recuperación económica continuará, aunque a un ritmo moderado, y consideran que el crecimiento estará impulsado, principalmente, por la vigorosa recuperación del comercio mundial, unida a los efectos positivos de la reversión de la apreciación del euro de finales de 2009.

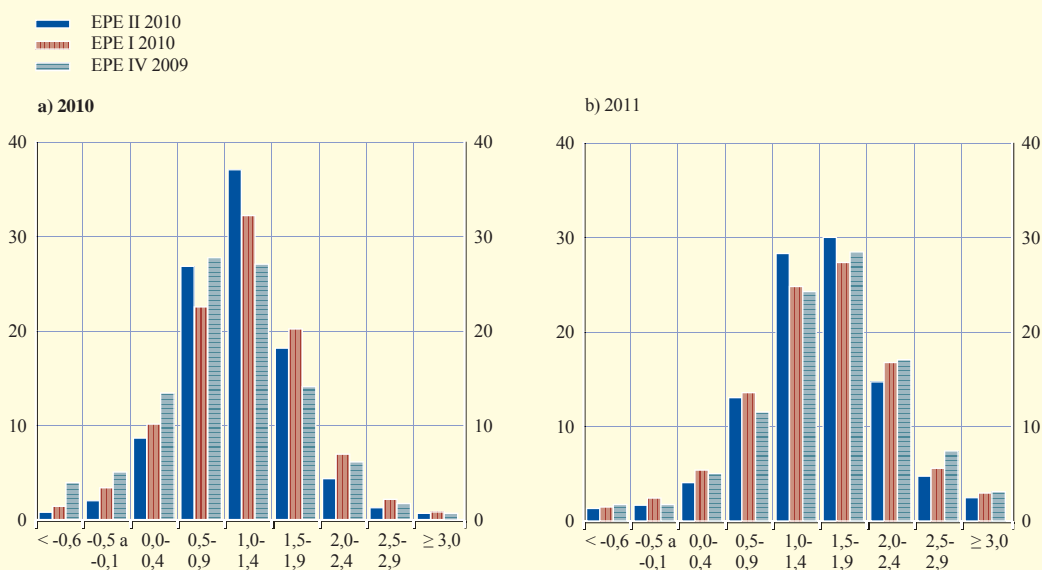
Las expectativas de crecimiento para 2010 reflejadas en la EPE se sitúan en un nivel próximo al límite superior del intervalo de las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro en marzo de 2010, mientras que las relativas a 2011 se sitúan en el punto medio del intervalo. Las expectativas de crecimiento de la EPE están, en general, en línea con las últimas previsiones de Consensus Economics y del Barómetro de la Zona del Euro para 2010 y 2011.

La distribución de probabilidad agregada para 2010 se concentra en el intervalo comprendido entre el 0,5% y el 1,4%. En particular, los encuestados asignan una probabilidad del 37% a que el crecimiento del PIB real se sitúe entre el 1% y el 1,4%. La distribución de probabilidad agregada para 2011 se concentra en el intervalo comprendido entre el 1% y el 1,9% y los encuestados asignan una probabilidad del 58% a que el crecimiento del PIB real se sitúe en este intervalo (véase gráfico D).

Los riesgos respecto a la previsión media de crecimiento del PIB real parecen apuntar al alza para 2010 y ligeramente a la baja para 2011. En opinión de los encuestados, el principal riesgo alcista para

### Gráficos D Distribución de probabilidad para el crecimiento medio anual del PIB real en 2010 y 2011 en las últimas encuestas EPE<sup>1)</sup>

(probabilidad en porcentaje)



Fuente: BCE.

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



el escenario de referencia está relacionado con un entorno exterior más favorable de lo previsto y, en particular, con contagios positivos procedentes de las economías emergentes. El principal riesgo bajista para las perspectivas de crecimiento proviene de la percepción del impacto negativo que un endurecimiento de las políticas fiscales tendría a corto plazo sobre el consumo y la inversión.

Las expectativas de crecimiento a largo plazo (para 2014) de la EPE se mantienen en el 1,8%, sin cambios en relación con la encuesta anterior, y se sitúan en línea con las previsiones de Consensus Economics (1,8%) y por debajo de las del Barómetro de la Zona del Euro (2%) para 2014. Las distribuciones de probabilidad individuales muestran que los encuestados consideran que los riesgos para el crecimiento a largo plazo apuntan ligeramente a la baja.

#### **Expectativas para la tasa de desempleo en la zona del euro**

Los encuestados han revisado a la baja en 0,2 puntos porcentuales sus expectativas respecto a la tasa de desempleo para 2010 y 2011, que sitúan ahora en el 10,3% para ambos años. Los encuestados consideran que los riesgos para las expectativas a corto y medio plazo apuntan al alza para 2010 y también, aunque en menor medida, para 2011. Las expectativas a más largo plazo respecto a la tasa de desempleo (para 2014) se han revisado ligeramente a la baja, en 0,1 puntos porcentuales, hasta el 8,5%, pero los riesgos para las perspectivas a largo plazo apuntan claramente al alza.

## 4 PRODUCTO, DEMANDA Y MERCADO DE TRABAJO

La actividad económica en la zona del euro ha registrado una mejora desde mediados de 2009, como consecuencia de la recuperación en curso de la economía internacional, de los significativos estímulos macroeconómicos y de las medidas adoptadas para restablecer el funcionamiento del sistema bancario. Los nuevos datos económicos y, especialmente, la información procedente de las encuestas de opinión indican que la recuperación económica de la zona del euro continúa en 2010. Si bien las adversas condiciones meteorológicas, en concreto, frenaron el crecimiento a comienzos de año, parece que se ha producido cierto fortalecimiento durante la primavera.

De cara al futuro, se espera que el PIB real de la zona del euro continúe creciendo a un ritmo moderado, pero el patrón de crecimiento podría ser desigual, en un entorno marcado por una incertidumbre inusualmente elevada. La recuperación que se está registrando actualmente a escala mundial, y su efecto sobre la demanda de exportaciones de la zona del euro, debería respaldar a la economía de la zona. Al mismo tiempo, es de prever que la crisis financiera tenga un efecto moderador sobre el crecimiento económico, dado el proceso de ajuste de los balances que está teniendo lugar en varios sectores, las expectativas de bajas tasas de utilización de la capacidad productiva y las débiles perspectivas del mercado de trabajo. Los riesgos para las perspectivas económicas se mantienen prácticamente equilibrados.

### 4.1 PIB REAL Y COMPONENTES DE LA DEMANDA

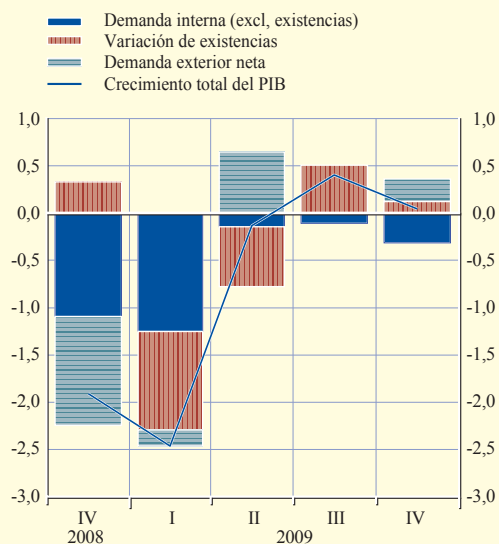
El PIB real de la zona del euro se mantuvo estable en el último trimestre de 2009, frente al incremento intertrimestral del 0,4% observado en el período de tres meses anterior (véase gráfico 26). Este hecho confirma que la recuperación en la zona del euro está siguiendo una senda desigual, tras cinco trimestres consecutivos de contracción del PIB, desde el segundo trimestre de 2008 hasta el mismo trimestre de 2009. Los indicadores disponibles señalan que prosiguió la recuperación en los primeros meses de 2010.

La demanda interna, excluidas las existencias, contribuyó negativamente a la evolución del PIB en el cuarto trimestre de 2009, mientras que las aportaciones de la demanda exterior neta y de la variación de existencias fueron positivas. La contribución negativa de 0,3 puntos porcentuales de la demanda interna, excluidas las existencias, reflejó la atonía del consumo privado y el descenso de la inversión y el consumo públicos.

El consumo público, en tasa intertrimestral, se estancó en el cuarto trimestre de 2009, tras disminuir un 0,1% en el tercer trimestre. La continua de la debilidad de la renta real disponible de los hogares, que ha tenido su origen principalmente en la reducción del empleo, y el aumento de la tasa de ahorro han sido los factores determinantes de la falta de dinamismo del consumo en los últimos trimestres. Los indicadores disponibles sugieren que el gasto en consumo mantuvo su atonía en el primer trimestre de 2010. En marzo de ese año, las ventas del comercio al por menor no experimentaron variación en términos intermensuales,

Gráfico 26 Crecimiento del PIB real y contribuciones

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



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

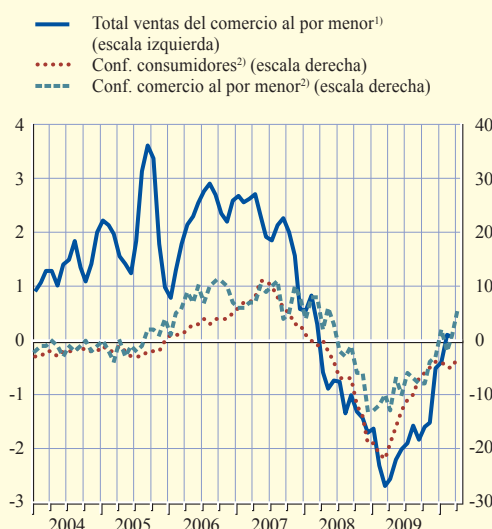
tras haber caído en enero y en febrero un 0,3% y un 0,2%, respectivamente (véase gráfico 27). Las matriculaciones de automóviles crecieron un 7,2% en tasa intermensual, en marzo, tras un aumento del 2,8% en febrero y una caída del 9,2% en enero. Las ventas del comercio al por menor, incluidas las matriculaciones de automóviles, que representan en conjunto cerca de la mitad del consumo, disminuyeron un 0,7%, en tasa intertrimestral, en los tres primeros meses de 2010, mientras que este indicador había mejorado ligeramente en el último trimestre de 2009. En resumen, la evolución reciente de los indicadores de consumo apunta a la debilidad del consumo privado en el primer trimestre de 2010. Por lo que respecta al segundo trimestre del año, solo se dispone de información muy limitada. Las encuestas relativas al consumo sugieren una moderada mejora en el sentimiento de los consumidores. Por ejemplo, el indicador de confianza de los consumidores de la Comisión Europea se incrementó marginalmente en abril, tras permanecer estable en marzo y descender en febrero.

La formación bruta de capital fijo cayó un 1,3%, en tasa intertrimestral, en el último trimestre de 2009, tras un descenso del 0,9% en el trimestre anterior. La inversión ha venido contrayéndose desde el segundo trimestre de 2008, como consecuencia de la debilidad de la demanda, la escasa confianza empresarial, el crecimiento negativo de los beneficios, la reducida utilización de la capacidad productiva desde una perspectiva histórica y el endurecimiento de los criterios de aprobación del crédito. La desagregación de la inversión muestra que la reducción de la inversión agregada que se registró en el cuarto trimestre de 2009 se debió, de nuevo, en gran medida, al componente de construcción, que disminuyó un 1,3%, en tasa intertrimestral, una contracción más acusada que en el trimestre anterior. La inversión, excluida la construcción, experimentó un descenso del 0,8% en el último trimestre de 2009, habiéndose mantenido estancada en el trimestre anterior.

Los indicadores de inversión de la zona del euro disponibles a comienzos de 2010 presentan un panorama desigual. La producción de la construcción descendió en febrero un 3,3%, en tasa intermensual, como continuación de la tendencia a la baja observada a comienzos de 2008. La contracción que se registró en febrero fue especialmente acusada en España, mientras que en Alemania la producción de la construcción solo repuntó moderadamente tras la pronunciada caída observada en el mes anterior, lo que se debió, en parte, a las condiciones meteorológicas inusualmente adversas. Se prevé que las condiciones meteorológicas hayan tenido un efecto negativo sobre la inversión en el primer trimestre de 2010; sin embargo, parece que este efecto moderador se invertirá en el segundo trimestre. Por el contrario, la producción industrial de bienes de equipo, un indicador de la evolución futura de la inversión, excluida la construcción, se incrementó ligeramente, en tasa intermensual, en febrero, tras haber descendido en enero. En promedio, en los dos primeros meses de 2010, este indicador se situaba algo por encima del nivel registrado en el último trimestre de 2009. Es probable que la inversión, especialmente el componente que excluye la construcción, se fortalezca en los próximos trimestres, aunque, en general, mantendrá su debilidad.

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

(datos mensuales)



Fuentes: Encuestas de opinión de la Comisión Europea y Eurostat.  
 1) Tasas de variación interanual; medias móviles de tres meses; datos ajustados por días laborables. Excluido el combustible.  
 2) Saldos netos; datos desestacionalizados ajustados a la media.

Por lo que respecta a la evolución del comercio, el repunte del comercio se ralentizó en cierta medida en el último trimestre de 2009, situándose las tasas de crecimiento de las exportaciones y de las importaciones en términos reales en el 1,9% y el 1,3%, respectivamente, frente a las tasas próximas al 3% del trimestre anterior. Debido a la desaceleración más pronunciada que se observó en el crecimiento de las importaciones, la demanda exterior neta realizó una aportación positiva de 0,2 puntos porcentuales al crecimiento del PIB real en el último trimestre de 2009. Los datos recientes indican que el crecimiento del comercio de la zona del euro se mantuvo prácticamente estable a comienzos de 2010.

Las existencias contribuyeron positivamente al crecimiento intertrimestral del PIB real en el tercer trimestre de 2009 y también realizaron una reducida aportación positiva de 0,1 puntos porcentuales en el último trimestre. Tanto las encuestas como la evidencia anecdótica sugieren que el ritmo de desacumulación de existencias ha seguido ralentizándose desde entonces en la zona del euro. Como resultado, las existencias podrían contribuir positivamente al crecimiento del PIB de la zona del euro en el primer semestre de 2010. No obstante, la magnitud de la contribución sigue siendo incierta, pues depende de la rapidez con que repunte la demanda y de la medida en que las empresas revisen sus expectativas relativas a la actividad económica. Además, existe alguna incertidumbre estadística ligada a la manera en que se estiman las existencias.

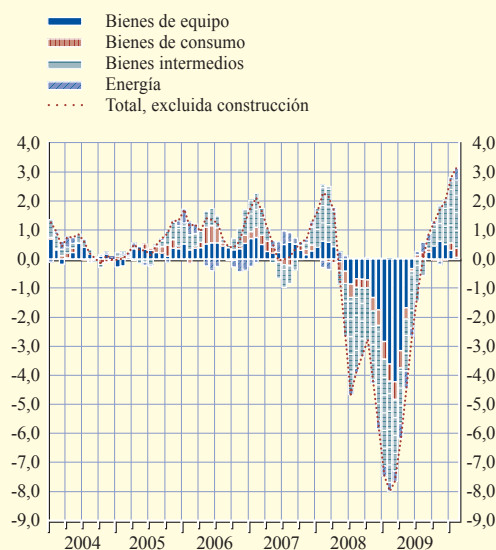
#### 4.2 PRODUCTO, OFERTA Y MERCADO DE TRABAJO

El valor añadido real no registró variación, en términos intertrimestrales, en el cuarto trimestre de 2009, debido a que la actividad industrial prácticamente se estancó y a que la actividad en la rama de servicios registró un ligero incremento, mientras que continuó la desaceleración en la construcción. En concreto, el valor añadido de la industria (excluida la construcción) se redujo un 0,1% en tasa intertrimestral, mientras que, en el trimestre anterior, el sólido aumento intertrimestral, del 2,4%, fue la fuente del alza del 0,4% en el valor añadido. El valor añadido de los servicios creció un 0,2% en el cuarto trimestre, al mejorar marginalmente la actividad en el sector, tras haberse mantenido estancado en el trimestre anterior. El valor añadido de la construcción cayó un 1,2% en el cuarto trimestre, una tasa prácticamente similar a los descensos registrados en los tres primeros trimestres del año, pero mucho más baja que la que se observó a finales de 2008.

En cuanto a la evolución del primer trimestre de 2010, la producción industrial registró una mejora del 0,9%, en tasa intermensual, en febrero, tras un incremento del 1,6% en enero. A causa de estos incrementos, la producción industrial en los dos primeros trimestres de 2010 se situó, en promedio, sustancialmente por encima del nivel alcanzado en el último trimestre de 2009 (véase gráfico 28). Este hecho parecería sugerir, a primera vista, una

**Gráfico 28 Crecimiento de la producción industrial y contribuciones**

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



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

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

significativa contribución de la actividad industrial al crecimiento del PIB en el primer trimestre de 2010. No obstante, existe cierta incertidumbre en torno a la desestacionalización, debido a las importantes oscilaciones observadas en los datos durante la recesión económica y la posterior recuperación. Como resultado de esta incertidumbre, el aumento del valor añadido de la industria en el primer trimestre de 2010 podría ser más moderado que lo que anticipaban los datos de producción industrial, como ya había ocurrido en el último trimestre de 2009. Los nuevos pedidos industriales, excluidos el material de transporte pesado, se elevaron un 2,5%, en tasa intermensual, en febrero, tras una reducción del 1,3% en el trimestre anterior; la tasa de crecimiento en términos de medias móviles de tres meses de los nuevos pedidos mantuvo su senda de moderación en febrero.

La información procedente de las encuestas apunta a una expansión de la actividad económica en el primer trimestre de 2010 y en abril. El índice de directores de compras para las manufacturas siguió mejorando, hasta situarse por encima de 57 en abril (un valor superior a 50 significa que la actividad aumenta en el sector), alcanzando el índice de producción de las manufacturas niveles que no se habían observado desde 2000. En lo que se refiere al sector servicios, el índice de directores de compras de la actividad industrial aumentó de nuevo en abril, confirmando que la actividad ha continuado su expansión también en este sector, aunque a un ritmo más moderado que en el sector manufacturero (véase gráfico 29). Otras encuestas de opinión, como las de la Comisión Europea, confirman la evidencia del índice de directores de compras de que el sentimiento relativo a la economía ha mejorado. En concreto, la confianza mejoró en abril en las ramas industrial, de comercio al por menos y de servicios, mientras que se mantuvo estabilizada en la construcción

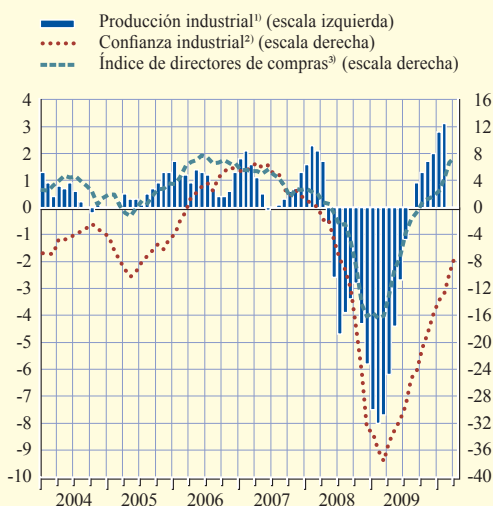
### MERCADO DE TRABAJO

La situación de los mercados de trabajo de la zona del euro se ha seguido deteriorando en los últimos meses, dado que los cambios en el empleo suelen ir a la zaga de las fluctuaciones del ciclo económico. En el trimestre final de 2009, el empleo en la zona del euro cayó un 0,3%, en tasa intertrimestral. No obstante, esta caída fue menos marcada que la de trimestres anteriores, en que el empleo se redujo a tasas muy significativas.

A nivel sectorial, el sector manufacturero (es decir, la industria, excluida la construcción) continuó siendo el más castigado por la reducción del empleo agregado. En el último trimestre de 2009, el empleo en este sector continuó disminuyendo, aunque a una tasa más baja, y cayó un 1,1%, en tasa intertrimestral, frente al 1,7% registrado en el tercer trimestre. En el cuarto trimestre del año se observó una desaceleración en la tasa de destrucción de empleo en el sector de la construcción, donde el empleo registró un descenso intertrimestral del 0,4%, tras la caída del 1,7% del trimestre anterior. Al igual que en trimestres precedentes, el empleo en la rama de servicios apenas sufrió modificaciones en el cuarto trimestre.

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

(datos mensuales desestacionalizados)



Fuentes: Eurostat, encuestas de opinión de la Comisión Europea, Markit y cálculos del BCE.  
 Nota: Los datos de la encuesta se refieren a las manufacturas.  
 1) Tasas de variación intertrimestral.  
 2) Saldos netos.  
 3) Índice de directores de compras; desviaciones con respecto al valor 50.

### Cuadro 6 Crecimiento del empleo

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

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

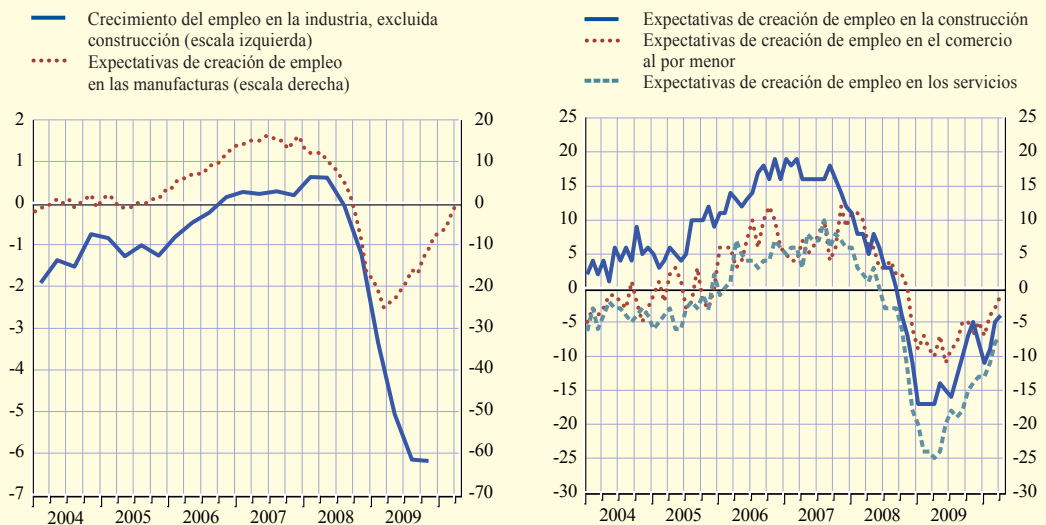
Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

1) Incluye también educación, salud y otros servicios.

tre de 2009, cayendo un 0,1% en tasa intertrimestral, aunque el agregado de este sector enmascara importantes diferencias entre los distintos subsectores. El empleo en el comercio y los transportes registró una fuerte reducción en el último trimestre del año, y cayó un 0,5%, frente al descenso del 0,2% observado en el tercer trimestre, mientras que la contracción del empleo en los servicios financieros y empresariales mostró una considerable moderación, descendiendo un 0,1% en el cuarto trimestre, frente a la caída del 0,5% en el tercer trimestre (véase cuadro 6 y gráfico 30). Por vez primera, Eurostat publicó datos trimestrales sobre las horas trabajadas en la zona del euro. Estos datos muestran las primeras señales de crecimiento positivo desde junio de 2008 en el número total de horas trabajadas en la zona del euro. La cifra agregada para la zona del euro, un incremento del 0,2%, en tasa intertrimestral, en el último trimestre de 2009, oculta una reducción del total de horas trabajadas en las manufacturas, que se

### Gráfico 30 Crecimiento del empleo y expectativas de creación de empleo

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

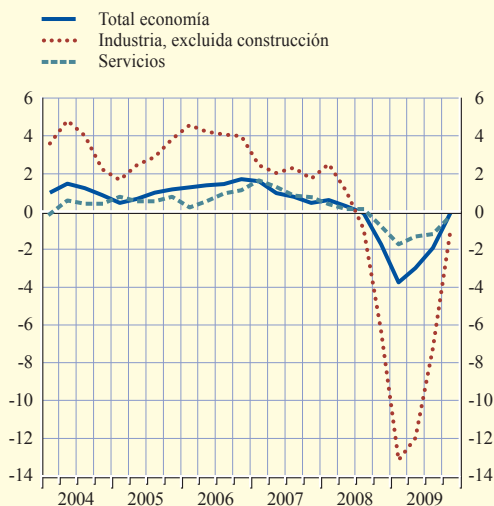


Fuentes: Eurostat y encuestas de opinión de la Comisión Europea.

Nota: Los saldos netos están ajustados a la media.

**Gráfico 31 Productividad del trabajo**

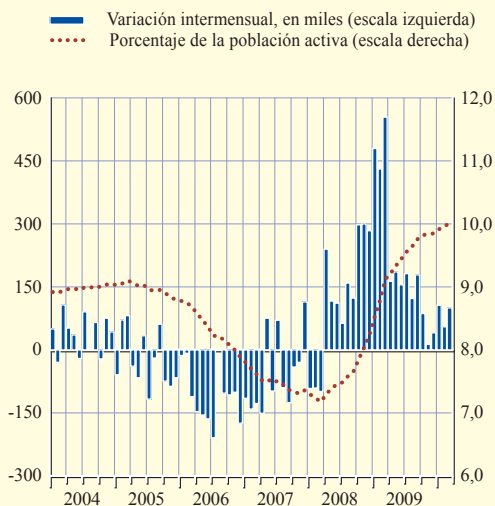
(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

**Gráfico 32 Desempleo**

(datos mensuales desestacionalizados)



Fuente: Eurostat.

vio compensado con un mayor crecimiento de las horas trabajadas en el sector servicios, especialmente en el subsector de servicios financieros y empresariales, así como en la administración pública.

Junto con la recuperación registrada en el crecimiento del producto de la zona del euro, la destrucción de empleo observada en los últimos trimestres ha contribuido a que se produzca una inflexión en el descenso de la productividad. En términos interanuales, la productividad agregada de la zona del euro (medida como el producto por asalariado) mejoró de nuevo en el último trimestre de 2009, descendiendo un 0,1%, lo que supone una importante mejora en relación con la caída del 1,9% observada en el trimestre anterior y con la extraordinaria contracción registrada en el primer trimestre del año (véase gráfico 31). La evolución de la productividad por hora trabajada ha mostrado un patrón similar, y concretamente en el último trimestre de 2009 se ha registrado su primer valor positivo (del 0,3%) desde el tercer trimestre de 2008.

Tras una interrupción temporal en torno al cambio de año, la tasa de desempleo en la zona del euro se incrementó hasta el 10% en el primer trimestre de 2010, desde el 9,9% del último trimestre de 2009 (véase gráfico 32). La tasa de paro de la zona se sitúa actualmente en el nivel más alto registrado desde agosto de 1998. De cara al futuro, los indicadores de opinión han mejorado con respecto a sus mínimos, pero siguen sugiriendo que es probable que en los próximos meses se produzca un nuevo aumento del desempleo, aunque a un ritmo menor que el observado en 2009.

### 4.3 PERSPECTIVAS DE LA ACTIVIDAD ECONÓMICA

Se espera que el PIB real de la zona del euro continúe creciendo a un ritmo moderado, pero el patrón de crecimiento podría ser desigual, en un entorno marcado por una incertidumbre inusualmente elevada. La recuperación que se está registrando actualmente a escala mundial, y su efecto sobre la demanda de

exportaciones de la zona del euro, debería respaldar a la economía de la zona. Al mismo tiempo, es de prever que la crisis financiera tenga un efecto moderador sobre el crecimiento económico, dado el proceso de ajuste de los balances que está teniendo lugar en varios sectores, las expectativas de bajas tasas de utilización de la capacidad productiva y las débiles perspectivas del mercado de trabajo.

Se sigue considerando que los riesgos para las perspectivas de la actividad económica están prácticamente equilibrados. Por una parte, la economía mundial y el comercio exterior podrían recuperarse con más intensidad de lo previsto y la confianza podría mejorar más de lo esperado, resultando en una recuperación autosostenida. Por otra, sigue preocupando que se recrudezcan las tensiones en algunos segmentos de los mercados financieros. Además, la situación podría complicarse por la posibilidad de que se produzca una espiral negativa de reacciones adversas entre la economía real y el sector financiero más intensa o prolongada de lo previsto, aumenten de nuevo los precios del petróleo y de otras materias primas, se intensifiquen las presiones proteccionistas y la corrección de los desequilibrios mundiales se realice de forma desordenada.



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

### 5.1 TIPOS DE CAMBIO

En los tres meses transcurridos hasta el 5 de mayo, el euro se depreció un 4,5% en términos nominales, situándose aún más por debajo de la media registrada en 2009. La depreciación del euro fue generalizada.

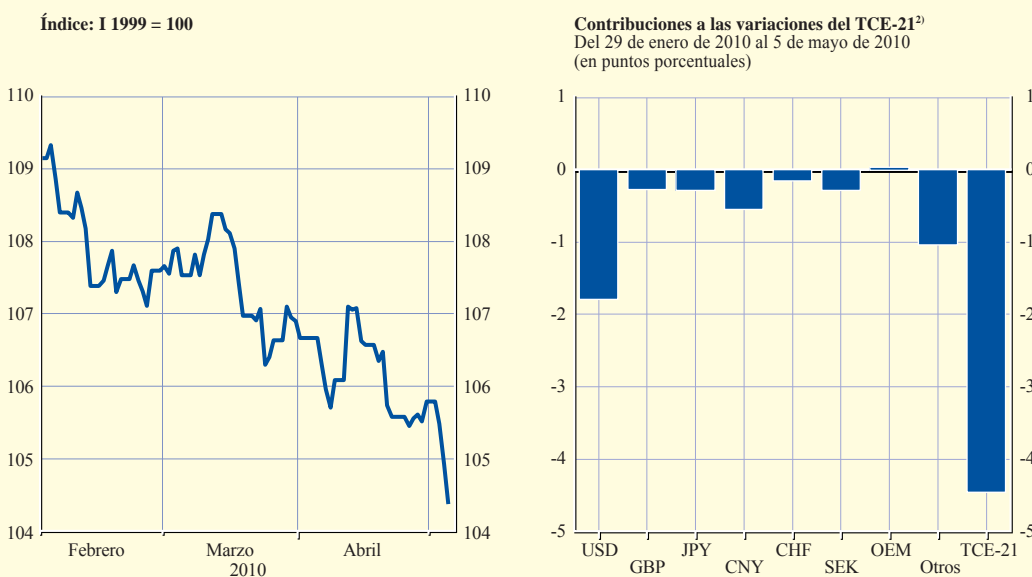
#### TIPO DE CAMBIO EFECTIVO DEL EURO

El 5 de mayo, el tipo de cambio efectivo nominal del euro —medido frente a las monedas de 21 de los socios comerciales más importantes de la zona del euro— se situaba un 4,5% por debajo del nivel observado a finales de enero y un 6,6% por debajo de la media de 2009 (véase gráfico 33). La depreciación del euro fue generalizada y vino acompañada de un aumento de la volatilidad implícita de los tipos de cambio bilaterales del euro frente a otras principales monedas.

En el recuadro 11, se examina la evidencia disponible sobre la transmisión de los tipos de cambio a los precios de las exportaciones a países de fuera de la zona del euro en el contexto de los movimientos del tipo de cambio efectivo de la moneda única en 2009 y principios de 2010.

Gráfico 33 Tipo de cambio efectivo del euro (TCE-21) y sus componentes<sup>1)</sup>

(datos diarios)



Fuente: BCE.

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

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

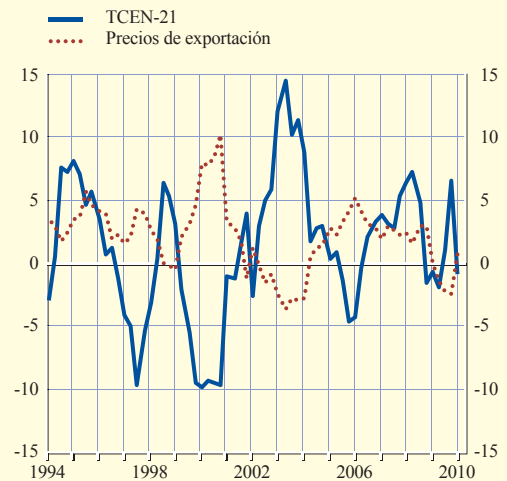
## PRECIOS DE LAS EXPORTACIONES FUERA DE LA ZONA DEL EURO Y TRANSMISIÓN DE LOS TIPOS DE CAMBIO

En 2009, los precios de las exportaciones de bienes a países no pertenecientes a la zona del euro estuvieron sujetos a una notable presión a la baja derivada de las condiciones económicas imperantes a nivel nacional y mundial. El exceso de capacidad productiva a escala mundial, así como la evolución de los costes de los bienes intermedios dieron lugar a un descenso de los precios de exportación de la zona del euro. A comienzos de 2010, la tasa de variación interanual de los precios de exportación volvió a ser positiva, debido en parte a efectos de base (véase gráfico). Aparte de la evolución de los costes de los bienes intermedios y de la demanda exterior, las amplias fluctuaciones de los tipos de cambio también influyeron en los precios de exportación. En este contexto, se examina a continuación el impacto de los movimientos de los tipos de cambio en los precios de las exportaciones de bienes a países no pertenecientes a la zona del euro.

La evidencia empírica muestra que la transmisión de los tipos de cambio a los precios de exportación suele ser incompleta. En otras palabras, los precios de exportación expresados en la moneda del país productor no fluctúan exactamente al compás de los tipos de cambio. En la zona del euro, la transmisión de los tipos de cambio a los precios de las exportaciones de bienes a países no pertenecientes a la zona asciende, en términos de euros, a un 40%-50%, registrándose la mayor parte del impacto durante el primer año. Por ejemplo, una apreciación del euro del 10% en términos efectivos nominales se traduce en un descenso de los precios de exportación del 4% al 5%, en euros y en un aumento del 5% al 6% en moneda extranjera, como se refleja en el gráfico, en el que puede observarse que una apreciación del euro en términos efectivos nominales tiende a asociarse con un menor crecimiento interanual de los precios de exportación en términos de euros<sup>1</sup>. Los exportadores tratan de absorber parte del impacto de una apreciación del euro en sus precios de exportación en moneda extranjera reduciendo sus márgenes de beneficio, a fin de reducir también la pérdida de competitividad en términos de precios. Al mismo tiempo, las depreciaciones permiten a los exportadores ampliar dichos márgenes elevando los precios (en euros) al tiempo que disfrutaban de un aumento de su competitividad en términos de precios en moneda extranjera.

### Precios de las exportaciones de bienes fuera de la zona del euro y tipo de cambio efectivo nominal (TCEN-21) del euro

(tasas de variación interanual)



Fuentes: BCE, Eurostat y cálculos de los expertos del BCE.

Notas: Los precios de exportación se miden en valores unitarios (en términos de euros).

Para el período 1994-1999, los valores unitarios corresponden al agregado de los 12 países de la zona del euro. Los precios de exportación del primer trimestre de 2010 se basan en los datos correspondientes a enero de 2010.

<sup>1</sup> Véase también R. Anderton y F. di Mauro, «The external dimension of the euro area: stylised facts and initial findings», en F. di Mauro y R. Anderton (eds.), *The external dimension of the euro area*, Cambridge University Press, 2007, y H. Faruqee, «Exchange rate pass-through in the euro area», IMF Staff Papers, Vol. 53, n.º 1, 2006.

El grado de transmisión viene determinado por diversos factores. En el corto plazo, el comportamiento de los precios de exportación se ve afectado por la elección de la moneda de facturación. Si un contrato se factura en la moneda del productor, la transmisión del tipo de cambio es, normalmente, menor. Además, una elevada elasticidad-precio de la demanda de exportaciones —que corresponde a un alto grado de sustituibilidad de los bienes exportados— supone que las pequeñas variaciones de los precios tendrán un fuerte impacto sobre las ventas al exterior, lo que dificulta la posibilidad de elevar los precios en moneda extranjera en respuesta a una apreciación del tipo de cambio.

La elasticidad-precio de la demanda de exportaciones varía según las categorías de productos. Tiende a ser más alta en el caso de los bienes normalizados de baja tecnología (por ejemplo, algunos bienes intermedios y de consumo), que pueden sustituirse más fácilmente, y más baja para los bienes de alta tecnología (como los bienes de equipo). Como resultado, la transmisión de los efectos de los tipos de cambio podría ser de diferente intensidad en función de esas categorías. En otras palabras, los precios de exportación de los bienes de baja tecnología en la moneda del productor podrían reaccionar de forma más acusada frente a las fluctuaciones de los tipos de cambio, dado que los precios correspondientes en moneda extranjera podrían seguir estrategias de fijación de precios según el mercado. La evidencia empírica parece corroborar este principio<sup>2</sup>. Las diferencias en la transmisión de los tipos cambio dependiendo de la categoría de los bienes suponen que la transmisión en términos agregados puede variar según la composición de las exportaciones.

Los movimientos de los tipos de cambio también pueden afectar a los precios de exportación a través de los costes, especialmente cuando el contenido en importaciones de las exportaciones es elevado. Dado que dicho contenido ha aumentado significativamente con el tiempo, debido en parte a la fragmentación internacional de la producción y al uso cada vez mayor de bienes intermedios importados, cabría esperar que las importaciones fueran un componente cada vez más importante de los costes de los exportadores<sup>3</sup>. En ese caso, una apreciación del euro reduciría en mayor medida dichos costes y permitiría que los precios de exportación (en euros) fuesen más bajos.

En resumen, son varios los factores que pueden afectar al grado de transmisión de los tipos de cambio a los precios de exportación. Aunque, en el caso de los precios de las exportaciones fuera de la zona del euro esa transmisión es incompleta, incluso en el largo plazo, sigue siendo significativa. En general, una apreciación del tipo de cambio se asocia a una menor presión sobre los precios de exportación en euros de la zona del euro, dado que los márgenes de beneficio se reducen a fin de atenuar la pérdida de competitividad en términos de precios. De lo que se deduce que las fluctuaciones de los tipos de cambio podrían haber contribuido a la moderada evolución de los precios de las exportaciones a países no pertenecientes a la zona del euro en 2009, especialmente tras la apreciación de la moneda única en el segundo semestre del año. De la misma manera, el reciente incremento de los precios de exportación (en euros) podría reflejar, en parte, la depreciación del euro que se inició a finales de 2009.

2 Véase G. Gaulier, A. Lahrière-Révil e I. Méjean, «Structural determinants of the exchange-rate pass-through», *CEPII Working Paper* 2006-03, 2006.

3 Para más información sobre el contenido en importaciones de las exportaciones y las diferencias correspondientes entre los distintos sectores, véase el recuadro 6 de «Competitiveness and the export performance of the euro area», *Occasional Paper Series* n.º 30, BCE 2005.

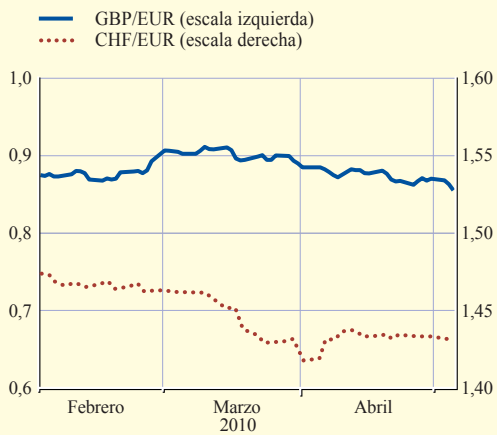
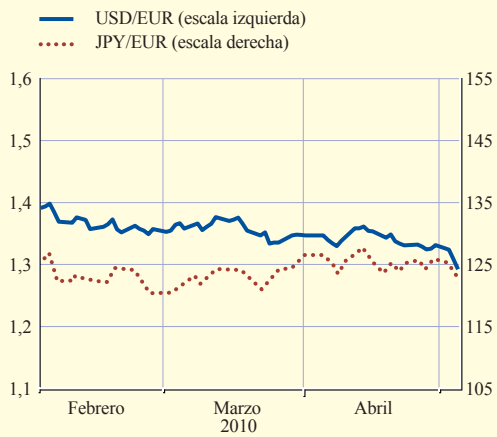
## DÓLAR ESTADOUNIDENSE/EURO

En los tres meses transcurridos hasta el 5 de mayo, el euro se depreció frente al dólar estadounidense, revirtiendo en parte la apreciación registrada en 2009 (véase gráfico 34). Durante el mismo período aumentó la volatilidad implícita del tipo de cambio entre las dos monedas, especialmente en el horizonte de

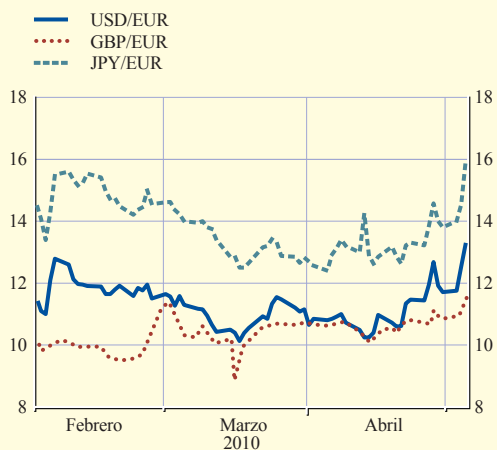
**Gráfico 34 Evolución de los tipos de cambio y volatilidades implícitas**

(datos diarios)

**Tipos de cambio**



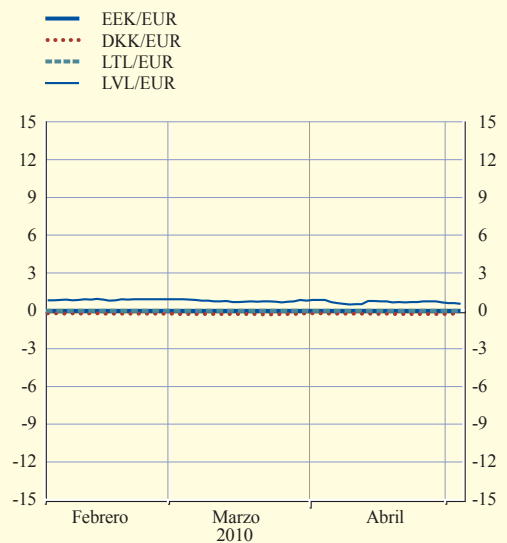
**Volatilidades implícitas del tipo de cambio (a tres meses)**



Fuentes: Bloomberg y BCE.

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

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



Fuente: BCE.

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

corto plazo (véase gráfico 34). El 5 de mayo, el euro cotizaba a 1,29 dólares estadounidenses, un 7,5% por debajo del nivel de finales de enero y en torno a un 7,3% por debajo de la media de 2009.

**YEN JAPONÉS/EURO**

En los tres meses transcurridos hasta el 5 de mayo, el euro se depreció frente al yen japonés. El 5 de mayo cotizaba a 122,7 yenes, es decir, un 2,8% por debajo del nivel de finales de enero y un 5,9% por debajo de la media de 2009. Durante el mismo período de tres meses aumentó la volatilidad implícita del tipo de cambio entre las dos monedas, especialmente en el horizonte de corto plazo (véase gráfico 34).

**MONEDAS DE LOS ESTADOS MIEMBROS DE LA UE**

En los tres meses transcurridos hasta el 5 de mayo, las monedas que participan en el MTC II se mantuvieron, en general, estables frente al euro, cotizando al tipo de cambio correspondiente a las respectivas paridades centrales o en torno a dichas

paridades (véase gráfico 35). Al mismo tiempo, el lats letón se mantuvo en la zona débil de la banda de fluctuación de  $\pm 1\%$  establecida unilateralmente.

Por lo que respecta a las monedas de los Estados miembros de la UE que no participan en el MTC II, el euro se depreció ligeramente (un 1,3%) frente a la libra esterlina en los tres meses transcurridos hasta el 5 de mayo, cotizando en esa fecha a 0,85 libras. Al mismo tiempo, aumentó la volatilidad implícita del tipo de cambio entre estas dos monedas, especialmente en el horizonte de corto plazo (véase gráfico 34). Durante el mismo período, el euro también se depreció frente a las monedas de otros Estados miembros de la UE, registrándose la depreciación más pronunciada frente a la corona sueca (5,8%).

### OTRAS MONEDAS

El euro se depreció frente al franco suizo, registrando una caída de alrededor del 2,3% en los tres meses transcurridos hasta el 5 de mayo y, cotizando, en esa fecha, a 1,43 francos suizos. Durante el mismo período, los tipos de cambio bilaterales del euro frente al renminbi chino y el dólar de Hong Kong siguieron una evolución paralela a la del tipo de cambio del euro frente al dólar estadounidense. En este período, el euro siguió debilitándose frente a las principales monedas de países productores de materias primas, como el dólar canadiense (un 11%), el dólar australiano (un 8,9%) y la corona noruega (un 4,8%).

## 5.2 BALANZA DE PAGOS

*El comercio de bienes con países no pertenecientes a la zona del euro siguió recuperándose en el período de tres meses transcurrido hasta febrero. En ese mismo mes, el déficit por cuenta corriente de la zona del euro, acumulado de doce meses, se redujo a 41,5 mm de euros (alrededor del 0,4% del PIB). En la cuenta financiera, el descenso de las salidas netas de inversiones directas explica que el agregado de inversiones directas y de cartera registrase entradas netas hasta un total acumulado de 213,7 mm de euros en el año transcurrido hasta febrero.*

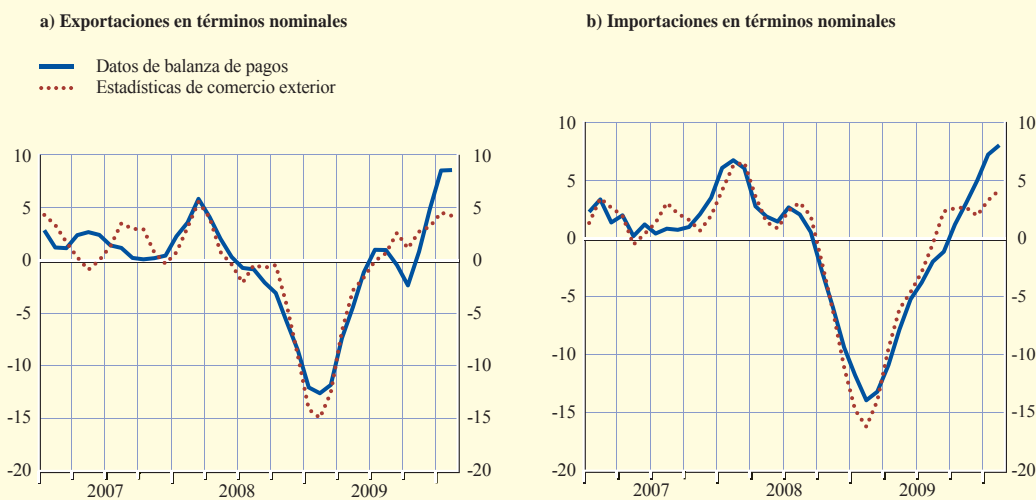
### COMERCIO Y BALANZA POR CUENTA CORRIENTE

El comercio de bienes con países no pertenecientes a la zona del euro siguió recuperándose en el período de tres meses transcurrido hasta febrero, aunque el ritmo de crecimiento está sujeto a cierta incertidumbre. Los datos de la balanza de pagos indican que las exportaciones de bienes se incrementaron, en términos nominales, un 8,6% en tasa intertrimestral, tras un aumento del 8,5% en enero (revisado al alza desde el 4,4%). Por el contrario, las estadísticas de comercio exterior de Eurostat apuntan a una tasa de crecimiento del 4,2%, que, pese a ser sólida, resulta significativamente inferior (véase gráfico 36). La diferencia entre estas tasas tiene su origen, probablemente, en los métodos de desestacionalización empleados. Con todo, ambas fuentes de datos indican claramente que las exportaciones de bienes de la zona del euro siguieron recuperándose. El fortalecimiento de la demanda exterior de importaciones, debido en parte a factores transitorios como las medidas de estímulo fiscal y el ciclo de existencias, fue el principal factor determinante de la expansión. No obstante, a los exportadores de la zona del euro también podría haberles beneficiado la mejora de la competitividad en términos de precios, como resultado de la depreciación del euro que se inició a finales de 2009.

Las importaciones nominales de bienes provenientes de fuera de la zona del euro también aumentaron en el período de tres meses transcurrido hasta febrero —un 8% en comparación con el período de tres meses precedente— conforme a las estadísticas de balanza de pagos. Una vez más, los datos de Eurostat muestran una tasa de crecimiento menor, del 4,2% (véase gráfico 36). Dado que a las empresas de la

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

(tasa de variación intertrimestral; datos desestacionalizados)



Fuentes: Eurostat y BCE.

zona del euro les benefició el dinamismo de las ventas en los mercados de exportación, la mayor demanda de bienes intermedios importados por parte de estas empresas parece haber contrarrestado el efecto moderador de la depreciación del euro sobre la demanda interna de importaciones.

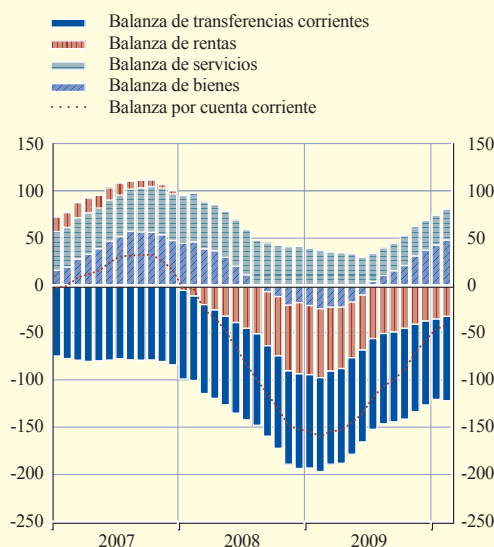
Al mismo tiempo, el crecimiento del comercio de servicios se redujo ligeramente por el lado de las exportaciones, hasta el 2,5% en febrero (en tasa intertrimestral). Tras el crecimiento positivo del 3% registrado en los tres meses transcurridos hasta enero, las importaciones de servicios disminuyeron un 0,2% en febrero (véase cuadro 7), lo que refleja una recuperación desigual en la zona del euro.

Por lo que respecta a la balanza por cuenta corriente, la zona del euro registró un déficit acumulado de 41,5 mm de euros en el año transcurrido hasta febrero (alrededor del 0,4% del PIB), aproximadamente una cuarta parte de la cifra contabilizada un año antes (véase gráfico 37). Esta evolución refleja, principalmente, un cambio de signo, de déficit a superávit, de la balanza de bienes y un descenso de los déficits de las balanzas de rentas y transferencias corrientes, que se contrarrestaron, en parte, con una reducción del superávit del comercio de servicios.

De cara al futuro, los indicadores disponibles sugieren que la recuperación de las exportaciones de

### Gráfico 37 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 7 Principales partidas de la balanza de pagos de la zona del euro**

(datos desestacionalizados, salvo indicación en contrario)

	2010		Media móvil de tres meses hasta			Cifras acumuladas de 12 meses hasta		
	2010 Ene	2010 Feb	2009 May	2009 Ago	2009 Nov	2010 Feb	2009 Feb	2010 Feb
<i>mm de euros</i>								
<b>Cuenta corriente</b>	<b>-1,7</b>	<b>-3,9</b>	<b>-5,6</b>	<b>-1,7</b>	<b>-4,6</b>	<b>-1,9</b>	<b>-160,3</b>	<b>-41,5</b>
Bienes	2,4	5,5	2,6	5,6	3,5	4,3	-24,8	48,1
Exportaciones	117,1	118,9	105,5	106,5	107,4	116,6	1.518,7	1.307,6
Importaciones	114,6	113,4	102,9	100,8	103,9	112,2	1.543,5	1.259,5
Servicios	3,1	3,2	2,5	2,0	2,7	3,7	36,6	32,5
Exportaciones	39,3	38,9	39,5	38,1	38,7	39,6	511,8	468,0
Importaciones	36,2	35,6	37,1	36,1	36,0	36,0	475,2	435,5
Rentas	-2,2	-1,4	-2,2	-3,0	-3,5	-2,3	-72,9	-32,9
Transferencias corrientes	-5,0	-11,3	-8,5	-6,4	-7,2	-7,6	-99,3	-89,1
<b>Cuenta financiera <sup>1)</sup></b>	<b>14,5</b>	<b>7,2</b>	<b>12,8</b>	<b>-15,6</b>	<b>7,3</b>	<b>4,5</b>	<b>183,9</b>	<b>27,0</b>
Total inversiones directas y de cartera netas	-3,8	10,9	26,5	8,6	12,6	23,6	149,2	213,7
Inversiones directas netas	-3,1	0,2	-0,8	-5,3	-14,4	-0,1	-194,8	-61,6
Inversiones de cartera netas	-0,7	10,7	27,3	13,8	27,0	23,7	344,0	275,3
Acciones y participaciones	21,2	1,3	5,3	33,7	-17,8	23,6	-106,7	134,1
Valores distintos de acciones	-21,9	9,4	22,0	-19,8	44,8	0,1	450,6	141,3
Bonos y obligaciones	-12,4	5,3	14,3	-33,9	24,7	-0,3	216,2	14,5
Instrumentos del mercado monetario	-9,5	4,1	7,7	14,1	20,1	0,4	234,4	126,8
Otras inversiones netas	11,7	0,9	-22,4	-22,1	-6,9	-22,4	50,4	-216,3
<i>Tasas de variación sobre el período anterior</i>								
<b>Bienes y servicios</b>								
Exportaciones	1,3	0,9	-4,2	-0,3	1,0	7,0	-0,8	-12,6
Importaciones	4,3	-1,2	-6,4	-2,1	2,1	5,9	3,5	-16,0
<b>Bienes</b>								
Exportaciones	3,0	1,6	-4,5	1,0	0,8	8,6	-1,7	-13,9
Importaciones	5,6	-1,1	-7,8	-2,0	3,0	8,0	3,0	-18,4
<b>Servicios</b>								
Exportaciones	-3,5	-1,2	-3,6	-3,6	1,5	2,5	1,9	-8,6
Importaciones	0,6	-1,6	-2,1	-2,5	-0,3	-0,2	5,3	-8,4

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.

bienes a países no pertenecientes a la zona del euro continuará en el corto plazo. El índice de carteras de pedidos exteriores de la encuesta a los directores de compras del sector manufacturero de la zona del euro prácticamente no experimentó variaciones en abril y se mantuvo en el máximo registrado en los diez últimos años. No obstante, cabría esperar cierta pérdida de impulso a medida que se desvanezca el impacto de los factores transitorios que respaldan la demanda exterior.

### CUENTA FINANCIERA

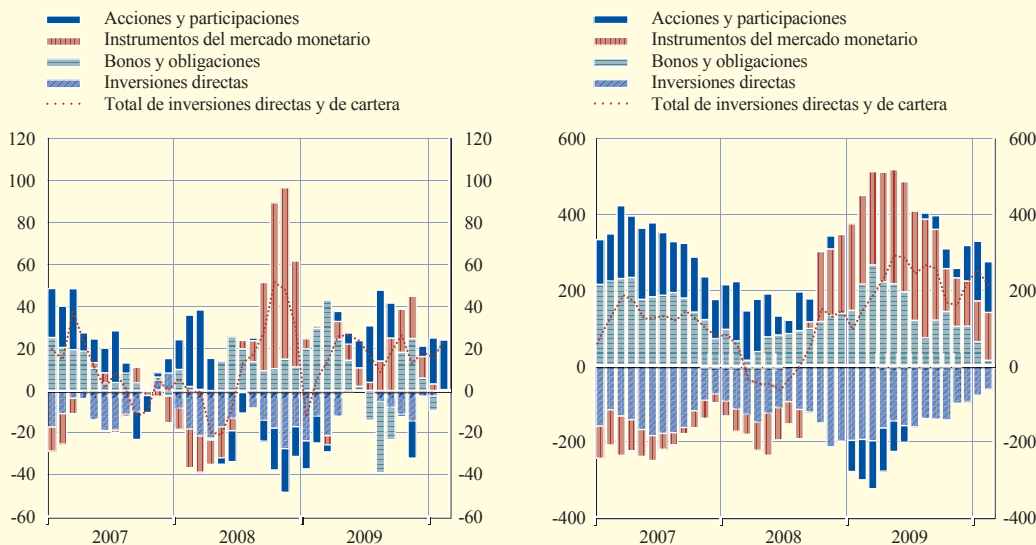
En el año transcurrido hasta febrero, la zona del euro registró entradas netas en el agregado de inversiones directas y de cartera por importe de 213,7 mm de euros, en comparación con unas entradas netas de 149,2 mm de euros un año antes (véase gráfico 38). Este incremento se debió, principalmente, al descenso de las salidas netas de inversiones directas, atribuible, en gran medida, al aumento sostenido de las inversiones directas en la zona del euro realizadas por no residentes.

Al mismo tiempo, en el período de doce meses transcurrido hasta febrero, la zona del euro registró menores entradas netas de inversiones de cartera que en el mismo período un año antes. El significativo descenso de las entradas netas de valores distintos de acciones, en particular de bonos y obligaciones,

### Gráfico 38 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.

contrarrestó sobradamente el cambio de signo, de salidas netas a entradas netas, en la rúbrica de acciones y participaciones. Dicho descenso refleja, en parte, un renovado apetito por el riesgo, por parte de los inversores internacionales, tras la reorientación de las carteras hacia los valores distintos de acciones en detrimento de las acciones y participaciones durante la crisis financiera (véase también recuadro 12).

### Recuadro 12

#### EVOLUCIÓN RECIENTE DE LA DEUDA EXTERNA BRUTA DE LA ZONA DEL EURO

A partir de los nuevos datos compilados, publicados recientemente por el BCE, se examina, a continuación, la evolución reciente del nivel y la composición de la deuda externa bruta de la zona del euro, comparándola con la de otras grandes economías avanzadas<sup>1</sup>. Como puede observarse, las posiciones de deuda externa bruta de las principales economías avanzadas han aumentado considerablemente desde el inicio de la crisis financiera en el verano de 2007. En la zona del euro, por ejemplo, la deuda externa bruta total frente al resto del mundo aumentó 15 puntos porcentuales en el período comprendido entre finales de 2006 y finales de 2009, hasta el 116,5% del PIB (véase cuadro). De la misma manera, la deuda externa bruta se incrementó en la mayoría de las otras economías avanzadas, especialmente en Estados Unidos, Reino Unido, Canadá y Japón. Una notable excepción fue Suiza, que registró un ligero descenso de su deuda externa bruta en comparación con 2006.

<sup>1</sup> Véase nota de prensa del BCE titulada «Balanza de pagos de la zona del euro, febrero de 2010, y posición de inversión internacional a finales de 2009» del 20 de abril de 2010 y cuadro 7.3.8 de la sección «Estadísticas de la zona del euro» del presente Boletín Mensual.



La deuda externa bruta de una economía representa el saldo vivo de sus pasivos corrientes efectivos (es decir, no contingentes) que exigen el pago de intereses o principal a inversores extranjeros. Esos pasivos incluyen activos de deuda tales como bonos y obligaciones, instrumentos del mercado monetario, préstamos y depósitos en divisas, así como créditos comerciales y anticipos a pagar a no residentes. Para el conjunto de la zona del euro, el saldo de la deuda externa bruta excluye las tenencias de deuda en poder de residentes en otros países de la zona. Estas tenencias de deuda entre países de la zona representan alrededor de un tercio de la deuda externa bruta total no consolidada de todos los países de la zona. Como resultado, las ratios de deuda externa bruta respecto al PIB de cada uno de los países de la zona del euro son, en general, más elevadas que la ratio agregada de la zona en su conjunto.

Parte del incremento de la deuda externa bruta en las principales economías avanzadas en el período comprendido entre 2006 y 2009 refleja el aumento del endeudamiento de muchos gobiernos como resultado de la crisis financiera. Durante este período, la deuda externa bruta del sector de Administraciones Públicas de la zona del euro aumentó 8,3 puntos porcentuales del PIB, hasta situarse en torno al 21,3% del PIB a finales de 2009 (véase cuadro). En Estados Unidos, el incremento fue más pronunciado (9,5 puntos porcentuales del PIB); además, la deuda externa bruta de las Administraciones Públicas a finales de 2009 era más elevada que en la zona del euro: un 26% del PIB. El incremento de las posiciones de deuda externa bruta de las Administraciones Públicas en las principales economías avanzadas entre 2006 y 2009 también podría reflejar una redistribución de la cartera por parte de los inversores que habría favorecido a la renta fija en detrimento de la renta variable en un contexto de mayor aversión al riesgo a escala mundial.

Por lo que respecta a la composición de la deuda externa bruta de la zona del euro por tipo de instrumento, los valores de renta fija con plazo a la emisión superior a un año y los préstamos entre entidades relacionadas representaban casi la mitad de la deuda externa bruta total a finales de 2009. Además, unas dos terceras partes de los valores de renta fija a largo plazo en poder de no residentes estaban denominados en euros, como resultado, en parte, de la fuerte demanda externa de valores denominados en euros, incluida la realizada a efectos de mantenimiento de reservas internacionales. La denominación en euros elimina el riesgo cambiario asociado a la emisión de deuda por residentes en la zona del euro<sup>2</sup>.

Es importante señalar que la deuda externa bruta per se solo capta una dimensión de la exposición de las economías a los acreedores externos. En efecto, la posición de deuda externa neta, obtenida por diferencia entre los activos y los pasivos de la deuda externa bruta, proporciona información adicional respecto a la (re)financiación y la sostenibilidad de la deuda externa de una economía. La posición de deuda externa neta de la zona del euro a finales de 2008 (alrededor del 14,6% del PIB) era notablemente inferior a su posición bruta y se situaba muy por debajo de las posiciones netas de Estados Unidos y Reino Unido. Los países cuyo sector financiero es relativamente grande y desempeña un papel importante a escala internacional, como Reino Unido y Suiza, tienden a registrar elevados niveles de deuda externa bruta. No obstante, el sector financiero de esos países también suele contener un gran volumen de activos en forma de valores de renta fija transfronterizos, lo que significa que el nivel de deuda externa neta es sustancialmente más bajo. En este contexto, los pagos netos de intereses (es decir, los pagos de intereses menos los ingresos de intereses derivados de las posiciones de deuda) son un factor crucial, en la medida en que indican qué parte del ingreso generado por una economía en un año debe reservarse para hacer frente a los costes de la deuda externa neta. Los pagos netos de intereses de la zona del euro ascendieron al 0,2% del PIB en 2008 (y también en 2009), cifra significativamente inferior a los pagos netos de intereses del 1,5% del PIB y del 1,6% del PIB que registraron, respectivamente, Estados Unidos y Reino Unido (véase cuadro).

2 Para más información sobre los valores denominados en euros, véase «El papel internacional del euro», BCE, julio de 2009.

## Indicadores de la deuda externa de algunas economías

(porcentaje del PIB)

	2006	2007	2008	2009
<b>Deuda externa bruta</b>				
Canadá	54,3	56,5	52,1	70,4
Japón	34,7	40,4	45,6	42,0
Suiza	266,2	334,6	245,9	245,0
Reino Unido	378,2	402,1	339,3	419,2
Estados Unidos	83,6	95,4	95,2	96,6
Zona del euro	101,5	110,8	118,2	116,5
<b>Deuda externa bruta de las Administraciones Públicas</b>				
Canadá	11,3	10,3	9,4	15,3
Japón	9,5	13,8	14,6	13,3
Suiza	7,1	6,1	4,5	3,9
Reino Unido	11,5	12,1	12,2	18,4
Estados Unidos	16,5	17,4	21,5	26,0
Zona del euro	13,0	13,8	18,3	21,3
<b>Deuda externa neta</b>				
Canadá	21,4	20,7	18,2	-
Japón	-50,6	-55,7	-48,4	-
Suiza	-130,1	-143,3	-115,8	-
Reino Unido	70,3	60,3	44,4	-
Estados Unidos	42,6	49,6	52,5	-
Zona del euro	6,4	6,6	14,6	12,6
<b>Pagos netos de intereses</b>				
Canadá	1,4	1,4	1,2	1,2
Japón	-1,9	-2,3	-2,2	-
Suiza	-2,7	-3,1	-3,0	-
Reino Unido	1,7	1,9	1,6	-
Estados Unidos	1,3	1,5	1,5	-
Zona del euro	0,0	0,1	0,2	0,2

Fuentes: BCE, FMI y cálculos de los expertos del BCE.

En resumen, la crisis financiera mundial se produjo en el contexto de un aumento de la deuda externa bruta de la mayoría de las economías avanzadas, incluida la zona del euro. Este aumento tuvo, en parte, su origen en un incremento de las necesidades de financiación de los gobiernos como resultado de la crisis financiera, pero también como consecuencia de la mayor aversión al riesgo entre los inversores a escala mundial.

En conjunto, en el período de doce meses transcurrido hasta febrero, la zona del euro registró un descenso de las entradas netas en la cuenta financiera hasta 27 mm de euros (véase cuadro 7). El aumento de las entradas netas en el agregado de inversiones directas y de cartera quedó sobradamente contrarrestado por un cambio de signo, de entradas netas a salidas netas, en la partida «otras inversiones», que comprende principalmente préstamos y depósitos. El proceso de desapalancamiento transfronterizo de los sectores bancario y no bancario prosiguió, aunque a un ritmo más lento, en un contexto de amplias reestructuraciones de los balances por parte de las empresas y los hogares.

En cuanto a la evolución más reciente, el agregado de inversiones directas y de cartera registró, en promedio, entradas netas mensuales por importe de 23,6 mm de euros en los tres meses transcurridos hasta febrero, en comparación con unas entradas netas de 12,6 mm de euros en el período de tres meses precedente (véase gráfico 38). Este aumento tiene relación, principalmente, con el descenso de las salidas netas de inversiones directas.