

EVOLUCIÓN ECONÓMICA Y MONETARIA

I ENTORNO EXTERIOR DE LA ZONA DEL EURO

La economía mundial sigue mostrando señales cada vez más claras de un retorno al crecimiento. Las presiones inflacionistas han seguido siendo más bien moderadas, como resultado del notable margen de capacidad productiva sin utilizar. Si bien persiste la incertidumbre respecto a la sostenibilidad del crecimiento en el futuro, se estima que los riesgos para las perspectivas de la economía mundial están, en general, equilibrados.

I.1 EVOLUCIÓN DE LA ECONOMÍA MUNDIAL

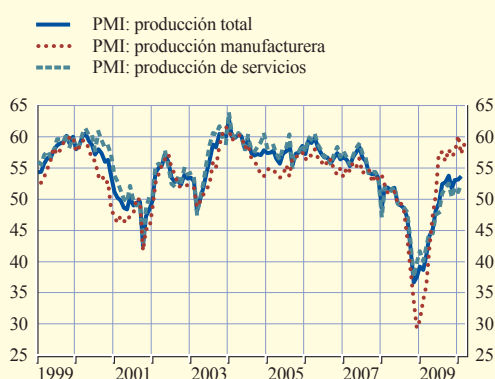
Los indicadores recientes sugieren, una vez más, que la economía mundial se encamina por la senda de la recuperación, respaldada por las políticas de estímulo fiscal y monetario, por un prolongado ciclo de existencias y por las mejoras de la confianza, tanto empresarial como de los consumidores. El comercio mundial también muestra señales de una recuperación más sólida, a pesar de la ligera contracción, en tasa intermensual, observada en enero.

Los indicadores de corto plazo muestran una nueva mejora de la situación económica mundial. El indicador PMI (índice de directores de compras) mundial aumentó en marzo por octavo mes consecutivo, señalando un incremento de la actividad comercial tanto en el sector manufacturero como en el sector servicios (véase gráfico 1). Si bien el sector manufacturero siguió siendo el principal motor de la recuperación, el sector servicios dio muestras de renovado empuje y redujo el diferencial con respecto al sector manufacturero. Al mismo tiempo, los indicadores del mercado de trabajo mostraron señales de estabilización del empleo total.

Las presiones inflacionistas mundiales han seguido siendo más bien moderadas, como resultado del notable margen de capacidad productiva sin utilizar. En los países de la OCDE, la inflación general, medida por el IPC, fue del 1,9% en el año transcurrido hasta febrero, frente al 2,1% registrado en el mes anterior (véase gráfico 2). Este ligero descenso de las tasas de inflación refleja, principalmente, la desaceleración 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 1,5%, en febrero, en niveles próximos a los mínimos de los diez últimos años.

Gráfico 1 PMI: producción mundial

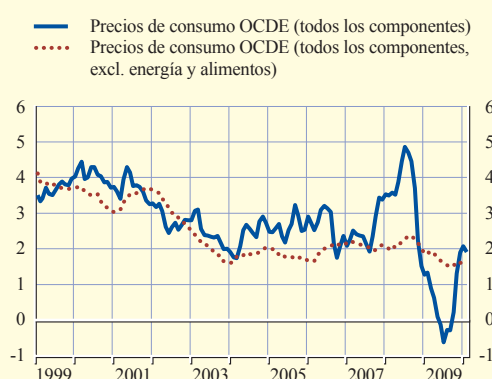
(índice de difusión; datos mensuales desestacionalizados)



Fuente: Markit.

Gráfico 2 Evolución de los precios internacionales

(datos mensuales; tasas de variación interanual)



Fuente: OCDE.

dios 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.

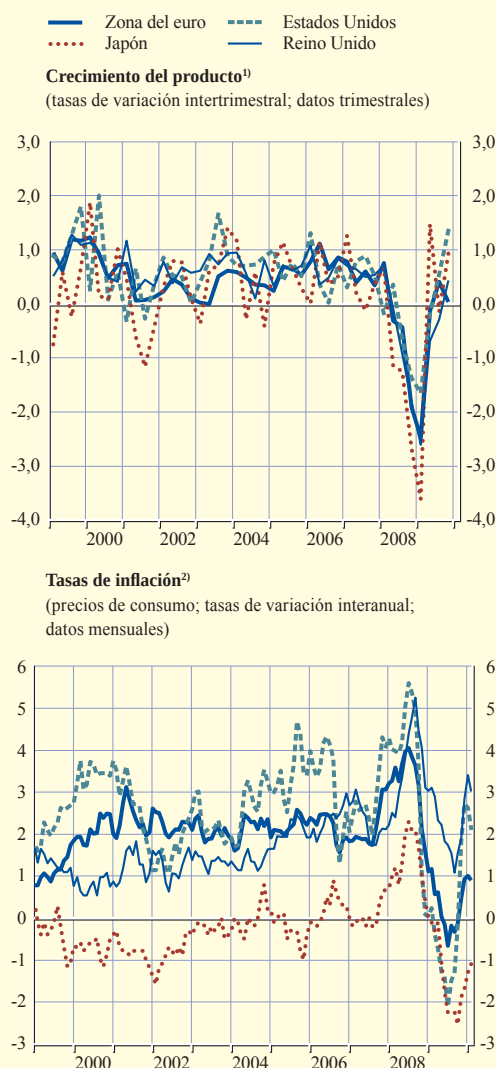
ESTADOS UNIDOS

En Estados Unidos, el crecimiento del PIB real cobró impulso en el cuarto trimestre de 2009, tras haber retornado a cifras positivas en el tercer trimestre. Según la estimación final de la Oficina de Análisis Económico, el PIB real aumentó un 5,6%, en tasa anualizada, en el cuarto trimestre. La aceleración del crecimiento reflejó, principalmente, una contribución positiva de la inversión en existencias, ya que las empresas liquidaron sus existencias a un ritmo más lento. Además, tanto el gasto en consumo como la inversión residencial siguieron aumentando, aunque a un ritmo más lento que en el trimestre anterior, dado que la frágil situación del mercado de trabajo y los esfuerzos por incrementar el ahorro continuaron frenando el gasto de los hogares (véase recuadro1). La inversión no residencial en capital fijo contribuyó positivamente al crecimiento por primera vez en un año. Al mismo tiempo, el crecimiento del PIB se vio empañado por el descenso de la inversión y el consumo públicos, en la medida en que las administraciones territoriales redujeron el gasto. De cara al futuro, se prevé que el respaldo del ciclo de existencias y de las medidas de estímulo del gobierno federal al crecimiento del PIB pierda fuerza en el segundo semestre del año.

Por lo que respecta a la evolución de los precios, la inflación interanual, medida por el IPC, experimentó una desaceleración, desde el 2,6% de enero hasta el 2,1% de febrero. La reciente desaceleración refleja una relajación de las presiones inflacionistas sobre la mayoría de los componentes básicos, en particular, los costes de la vivienda, en un entorno caracterizado por los amplios márgenes de capacidad productiva no utilizada. Excluidos la energía y los alimentos, la inflación interanual se redujo hasta el 1,3% en febrero, desde el 1,6% de enero.

El 16 de marzo de 2010, el Comité de Operaciones de Mercado Abierto de la Reserva Federal decidió mantener sin variación, en una banda del 0% al 0,25%, el tipo de interés fijado como objetivo para los fondos federales.

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.

Recuadro I

PERSPECTIVAS DE RECUPERACIÓN DEL MERCADO DE TRABAJO DE ESTADOS UNIDOS

La recesión que se inició en diciembre de 2007 se ha asociado a un ajuste excepcionalmente drástico en el mercado de trabajo de Estados Unidos. En febrero de 2010 ya se habían perdido en total 8,4 millones de empleos en el sector no agrícola. Si bien los datos de empleo muestran algunas mejoras en marzo, sigue preocupando que el actual repunte económico pueda terminar siendo otra recuperación «sin empleo». Este término suele utilizarse en Estados Unidos para describir una situación en la que el empleo sigue contrayéndose al menos durante un año al tiempo que se recupera la economía, como se observó a principios de las décadas de los noventa y los 2000¹. De hecho, la evolución reciente del empleo en Estados Unidos ha sido incluso más débil que cuando se produjeron esas recuperaciones sin empleo (véase gráfico A). A continuación, se analizan los principales factores que podrían desacelerar el repunte del mercado de trabajo en Estados Unidos en el corto plazo.

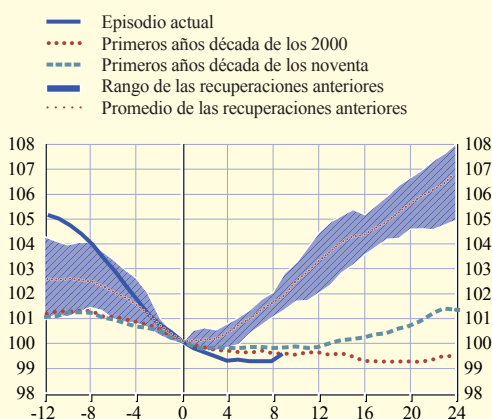
Actividad económica y mercado de trabajo

La fortaleza de la recuperación en el mercado de trabajo depende fundamentalmente de la recuperación del PIB. En general, las recuperaciones sin empleo de principios de las décadas de los noventa

1 Véase, por ejemplo, S. Schreft, A. Singh y A. Hodgson, «Jobless recoveries and the wait-and-see hypothesis», *Federal Reserve Bank of Kansas City Economic Review*, cuarto trimestre 2005.

Gráfico A Empleo en el sector no agrícola durante las recuperaciones en Estados Unidos

(eje vertical: índices, fin de recesión = 100; eje horizontal: meses transcurridos desde el mínimo)



Fuentes: Bureau of Labor Statistics, NBER y expertos del BCE.
Nota: En el eje horizontal, t=0 corresponde al mínimo. Tanto el promedio como el rango mínimo-máximo se basan en todas las recuperaciones de la economía estadounidense desde 1954, excepto las recuperaciones sin empleo de principios de las décadas de los noventa y los 2000, así como la primera parte de la recuperación de 1980. Se supone que la recuperación más reciente comenzó en junio de 2009. La última observación corresponde a marzo de 2010.

Evolución del PIB y del mercado de trabajo durante las recuperaciones en Estados Unidos

(porcentajes, salvo indicación en contrario)

	Descenso del PIB durante la recesión	Crecimiento del PIB en el primer año de la recuperación	Crecimiento del PIB durante los trimestres 3º a 6º de la recuperación	Trimestres hasta el primer descenso sostenido del desempleo ¹⁾
Promedio de recuperación sin empleo (comienzos décadas de los noventa y los 2000)	-0,3	2,3	0,3	8
Promedio de recuperaciones anteriores ²⁾	-2,0	7,2	3,7	2
Recuperación actual ³⁾	-3,7	3,5		

Fuentes: Bureau of Economic Analysis, Bureau of Labor Statistics y expertos del BCE.

1 El primer descenso sostenido del paro se define como el trimestre en el que el desempleo cayó por primera vez después de que el PIB registrara su nivel mínimo, sin que esa caída se revirtiera en trimestres posteriores.

2 Esta media incluye todas las recuperaciones de la economía estadounidense desde 1954, salvo las de principios de las décadas de los noventa y los 2000 y la primera parte de la recuperación de 1980.

3 Se supone que la recesión más reciente terminó en el segundo trimestre de 2009, y la tasa de crecimiento del PIB en el primer año de la recuperación se basa en las previsiones de Consensus Economics.

y los 2000 se asociaron a repuntes más lentos (y recesiones menos profundas) que los otros episodios registrados en Estados Unidos en la posguerra (véase cuadro). Cabe el riesgo de que el repunte actual del PIB, que sigue a la recesión más grave del período de posguerra, pudiera ser moderado en comparación, debido a las restrictivas condiciones de concesión de crédito, a la elevada incertidumbre que rodea a las perspectivas económicas, al gran volumen de capacidad productiva sin utilizar que frena la inversión y a la necesidad que tienen los hogares de aumentar su ahorro. Una recuperación lenta de la actividad sería coherente con la evidencia histórica observada en otros países que han experimentado crisis financieras y podría empañar las perspectivas del empleo en Estados Unidos.

Cambios estructurales y persistencia del desempleo

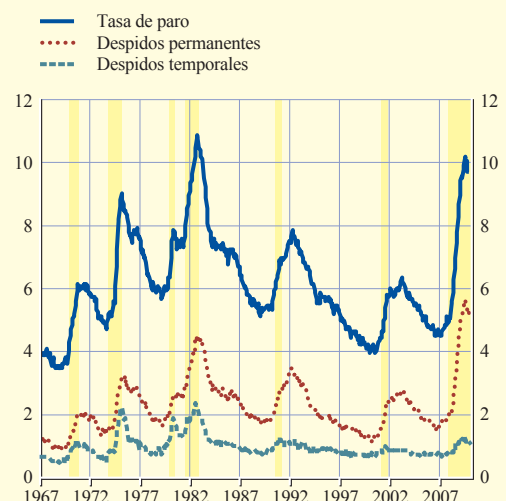
Normalmente, las recesiones desencadenan cambios estructurales en la economía o aceleran los procesos de transformación en curso. Una fuerte reasignación de trabajadores y capital entre los distintos sectores puede hacer que la recuperación del empleo se retrase y sea más débil, ya que los trabajadores tardan en reciclarse y ser contratados en otros sectores. Algunos trabajadores pueden incluso salir de la población activa. Durante la recesión más reciente, algunos sectores de la economía estadounidense —especialmente la construcción y el sector del automóvil— se han visto particularmente afectados y podrían reducir su fuerza de trabajo de forma permanente².

Los cambios económicos estructurales que requieren una reasignación de trabajadores entre los distintos sectores pueden hacer que el desempleo sea más persistente. Esto implicaría que la tasa de paro podría seguir siendo elevada durante un período prolongado. De hecho, varios indicadores sugieren una mayor persistencia del desempleo³.

En primer lugar, los despidos permanentes —a diferencia de los temporales— han aumentado significativamente durante la presente recesión, mucho más que en las recesiones anteriores de las décadas de los setenta y los ochenta, a las que siguió un fuerte crecimiento del empleo en la fase de recuperación (véase gráfico B). En segundo lugar, la duración media del desempleo se situó en 31,2 semanas en marzo, un máximo histórico desde que se comenzaron a registrar las cifras de paro en 1948. La elevada duración del desempleo podría dar lugar a una pérdida de cualificaciones, lo que causaría efectos de

Gráfico B Tasa de paro y despidos en Estados Unidos

(porcentaje de la población activa)



Fuentes: Bureau of Labor Statistics y NBER.

Nota: El término «Despidos temporales» designa a los individuos que han perdido su empleo pero a los que se les ha dado una fecha de retorno al trabajo o esperan volver en un plazo máximo de seis meses. «Despidos permanentes» se aplica a quienes han dejado de trabajar de forma involuntaria y han comenzado a buscar empleo. La diferencia entre el paro total y los despidos temporales más los despidos permanentes corresponde a la suma de los que abandonan el empleo, los que se reincorporan al mercado de trabajo y los que acceden a él por primera vez. Las zonas sombreadas corresponden a las recesiones.

2 Véase un análisis de los factores estructurales que han contribuido a la recuperación sin empleo de los primeros años de la década de los 2000 en E. Groshen y S. Potter, «Has structural change contributed to a jobless recovery?», *Current Issues in Economics and Finance*, vol. 9 (8), Banco de la Reserva Federal de Nueva York, 2003.

3 No obstante, la mayor persistencia del desempleo también puede atribuirse a otros factores, entre ellos, la duración de la recesión, las medidas de política que han prolongado la duración de las prestaciones por desempleo durante la crisis y una posible reducción de la movilidad del factor trabajo dentro de Estados Unidos (debida al hecho de que la desaceleración del mercado de la vivienda ha hecho que el capital inmobiliario de muchos hogares estadounidenses se torne negativo).

histéresis, aunque, históricamente, este fenómeno no ha sido muy importante desde el punto de vista del paro en el caso de Estados Unidos, especialmente si se compara con los países europeos⁴.

El papel de la contratación «just-in-time»

Las anteriores recuperaciones económicas sin empleo se caracterizaron también porque los empleadores recurrieron masivamente a la contratación temporal y a tiempo parcial, así como a las horas extraordinarias —durante y después de la recesión— para aumentar la flexibilidad de su fuerza de trabajo. Esta opción de empleo «just-in-time» reduce la necesidad de contratar trabajadores en previsión de un futuro aumento de la demanda, ya que las empresas pueden esperar hasta que esa demanda se materialice efectivamente y ajustar rápidamente las jornadas laborales.

Este tipo de prácticas también parecen haber desempeñado un papel en el último episodio. En primer lugar, en las primeras etapas de la recuperación, aumentó significativamente el empleo a tiempo parcial por motivos económicos (es decir, el número de individuos que trabajaban a tiempo parcial porque no había empleo a tiempo completo). En segundo lugar, durante la reciente recesión las horas extraordinarias se redujeron drásticamente y hasta hace muy poco no han comenzado a recuperarse. Ambos sucesos revelan un recurso cada vez mayor al ajuste de la jornada laboral más que al empleo, por lo menos en las primeras etapas de la recuperación. Si bien estas prácticas no significan que la recuperación del empleo sea, en general, menor de lo habitual, sí tienden a retrasar el repunte del empleo a tiempo completo.

Conclusión

En resumen, la recuperación del mercado de trabajo estadounidense podría asemejarse, posiblemente, a las recuperaciones de principios de las décadas de los noventa o los 2000 en el sentido de que podría producirse más tarde y ser más moderada que en los otros episodios registrados en Estados Unidos en el período de posguerra. Algunas características importantes de las anteriores recuperaciones sin empleo —un repunte débil de la actividad, cambios estructurales y recurso a la contratación «just-in-time»— también parecen estar presentes en el episodio actual.

4 Véase J. Roberts y N. Morin, «Is hysteresis important for US unemployment?», *The Federal Reserve Board Finance and Economics Discussion Series*, n.º 1999-56, 1999.

JAPÓN

En Japón, la recuperación continuó en el cuarto trimestre de 2009; el crecimiento vino determinado no solo por la demanda exterior, sino también por un repunte de la demanda interna. La segunda estimación provisional, publicada por la Oficina Económica del Gobierno, indica que el PIB real creció un 0,9%, en tasa intertrimestral, en el cuarto trimestre. El crecimiento del tercer trimestre se revisó a la baja, registrando cifras negativas. De cara al futuro, se espera que la recuperación económica siga estando determinada, principalmente, por las importantes medidas de estímulo fiscal y por el crecimiento de las exportaciones, a las que ha beneficiado el sólido repunte de varias economías de Asia.

Los precios de consumo siguieron bajando en febrero, pero a un ritmo más lento en tasa interanual. La inflación general, medida por los precios de consumo, se redujo un 1,1%, en tasa interanual, en febrero, tras una contracción del 1,3% en enero. Excluidos los alimentos frescos, la inflación fue de un -1,2% en el año transcurrido hasta febrero. Excluidos los precios de la energía y los alimentos, la inflación interanual, medida por el IPC, se situó en el -1,1%.

En su reunión de 17 de marzo de 2010, el Banco de Japón decidió mantener sin variación, en el 0,1%, el objetivo para el tipo de interés de los préstamos a un día sin garantía.

REINO UNIDO

En Reino Unido, la tasa de crecimiento intertrimestral del PIB real se tornó positiva en el cuarto trimestre de 2009. Según las estimaciones revisadas, el PIB real creció un 0,4% en ese trimestre, frente a la caída del 0,3% registrada en el trimestre anterior. El crecimiento del PIB en el cuarto trimestre estuvo determinado, principalmente, por el gasto de los hogares, que se incrementó un 0,4%, en cifras intertrimestrales, y por el consumo público final, que aumentó un 1%, mientras que la inversión empresarial continuó reduciéndose. En general, los indicadores de corto plazo sugieren que la mejora gradual de la situación económica ha continuado a principios de 2010. El flujo total de préstamos netos a los particulares aumentó en enero, aunque desde niveles reducidos. Por lo que respecta a los precios de la vivienda, tras varios meses de recuperación sostenida, la tasa de crecimiento intermensual se tornó negativa en febrero. De cara al futuro, se prevé que la actividad seguirá recuperándose gradualmente, respaldada por los efectos retardados de la depreciación de la libra esterlina, las políticas de estímulo fiscal y monetario y la mejora de la situación económica mundial. No obstante, la intensidad de la recuperación sigue siendo incierta.

La inflación interanual, medida por el IAPC, ha seguido siendo elevada, situándose en el 3% en febrero. 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.

OTROS PAÍSES EUROPEOS

En general, la situación económica ha seguido mejorando en los otros países de la UE no pertenecientes a la zona del euro. No obstante, la evolución del crecimiento intertrimestral del PIB real ha sido bastante volátil en varios países. La desigual trayectoria del crecimiento refleja el impacto del ciclo de existencias, el ajuste fiscal en curso en algunos países y otros factores de carácter transitorio.

En Suecia, el PIB real se redujo un 0,6%, en tasa intertrimestral, en el cuarto trimestre de 2009, caída notablemente más pronunciada que la registrada en el tercer trimestre, que fue del 0,1%. En Dinamarca, el PIB real creció un 0,2% en el cuarto trimestre, tras un aumento del 0,4% en el tercer trimestre. Los indicadores de corto plazo apuntan a sendas mejoras de la situación económica en ambos países a comienzos de 2010. En febrero, la inflación interanual, medida por el IAPC, se moderó ligeramente en Dinamarca, hasta el 1,8% (desde el 1,9% de enero), mientras que, en Suecia, aumentó levemente hasta el 2,8% (desde el 2,7% de enero). El 26 de marzo de 2010, el Danmarks Nationalbank decidió recortar su tipo de interés oficial en 10 puntos básicos, hasta el 1,55%.

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, según indican las estimaciones de avance. Mientras que, en Hungría, la caída del PIB real se moderó de nuevo hasta el -0,4%, en tasa intertrimestral (frente al -1,2% registrado en el tercer trimestre), el crecimiento se tornó negativo en Rumanía: -1,5% frente al crecimiento positivo del 0,1% observado en el tercer trimestre. En Polonia y la República Checa, el crecimiento intertrimestral del PIB real aumentó hasta el 1,2% y el 0,7%, respectivamente, en el cuarto trimestre. En conjunto, tanto los indicadores recientes sobre confianza y producción industrial, como los datos de comercio exterior apuntan a una mejora de la actividad en todos estos países a comienzos de 2010. Al mismo tiempo, existe una considerable incertidumbre respecto a la evolución económica en los próximos trimestres y persisten algunos riesgos importantes, como lo demuestra el aumento de las tasas de paro.

En los últimos meses, la evolución de la inflación ha sido más bien heterogénea en los distintos Estados miembros de la UE de Europa Central y Oriental. La inflación interanual, medida por el IAPC, ha estado oscilando en niveles bastante bajos en la República Checa, situándose en el 0,4% en febrero. Por el contrario, en Hungría, Polonia y Rumanía, la inflación interanual, medida por el IAPC, se ha mantenido en niveles elevados, situándose en el 5,6%, el 3,4% y el 4,5%, respectivamente, en febrero. El 29 de marzo de 2010, el Magyar Nemzeti Bank decidió rebajar su tipo de interés oficial en 25 puntos básicos, hasta un mínimo histórico del 5,5%, y la Banca Națională a României, con una decisión similar, redujo su tipo de interés oficial en 50 puntos básicos, hasta el 6,5%.

ECONOMÍAS EMERGENTES DE ASIA

La mayoría de las economías emergentes de Asia ya han alcanzado o sobrepasado los niveles de PIB real observados antes del inicio de la reciente recesión. En Asia, las altas tasas de crecimiento han venido acompañadas, recientemente, de una reactivación de las presiones inflacionistas, especialmente en India y China, debido, sobre todo, a la subida de los precios de los alimentos y a efectos de base. Si bien las políticas fiscales y monetarias aplicadas en la región han seguido siendo favorables, tanto el Banco Central de la República Popular China como el Banco de Reserva de India han seguido absorbiendo liquidez. Además, en marzo, este último elevó su tipo de interés oficial en 25 puntos básicos, la primera subida de tipos desde julio de 2008.

En China, han comenzado a aparecer las primeras señales de recalentamiento. El crecimiento de la producción industrial aumentó a una tasa interanual del 20,7% en los dos primeros meses de 2010, frente al 17,9% del último trimestre de 2009. El crecimiento de la inversión nominal urbana en activos fijos siguió siendo sólido, con una tasa del 26,7% en los dos primeros meses de 2010. La inversión total es cada vez más autosostenida y está siendo impulsada por el sector privado. La inversión en infraestructura pública creció un 31%, en tasa interanual, en los dos primeros meses de 2010, lo que representa una significativa desaceleración en comparación con el crecimiento interanual del 57% observado en el último trimestre de 2009, de lo que se deduce que las autoridades locales han comenzado a retirar gradualmente las medidas de estímulo fiscal. El crecimiento del agregado monetario amplio y el nivel de los nuevos préstamos en moneda nacional se han mantenido por encima de los objetivos oficiales del 17% y de 7,5 billones de CNY, respectivamente, pese a haberse registrado últimamente cierta moderación. La inflación interanual, medida por el IPC, aumentó hasta el 2,7% en febrero, desde el 1,5% de enero, impulsada, principalmente, por un incremento de los precios de los alimentos como consecuencia de las desfavorables condiciones meteorológicas. Los precios de la propiedad y de la vivienda han seguido subiendo, especialmente en las zonas urbanas, un fenómeno que se está abordando con medidas administrativas.

AMÉRICA LATINA

En América Latina, la actividad económica ha seguido fortaleciéndose como resultado del aumento de la demanda exterior y de la demanda interna. Las presiones inflacionistas han comenzado a intensificarse recientemente en la mayoría de los países. En Brasil, el PIB real creció a una tasa interanual del 4,3% en el cuarto trimestre, tras registrar una contracción del 1,4% en el trimestre anterior. El crecimiento en el cuarto trimestre estuvo determinado, principalmente, por una rápida recuperación de la inversión y por la solidez del consumo privado. La inflación general aumentó, en tasa interanual, desde el 4,5% de enero hasta el 4,8% de febrero. La actividad económica también se ha fortalecido en Argentina, en donde el PIB real registró una expansión del 1,9%, en tasa interanual, en el cuarto trimestre de 2009. Las presiones inflacionistas siguieron siendo intensas en Argentina, con una tasa de inflación interanual del 9,1% en febrero, aproximadamente 2 puntos porcentuales más alta que la observada tres meses antes. En México, la producción industrial continuó recuperándose gradualmente y, en enero, se situó casi un

5% por encima del nivel registrado un año antes. La inflación interanual fue del 4,8% en febrero, lo que representa un aumento con respecto al 4,5% de enero.

1.2 MERCADOS DE MATERIAS PRIMAS

Los precios del petróleo se mantuvieron, en general, estables en marzo, pero aumentaron a principios de abril. El 7 de abril, el precio del barril de Brent se situaba en 86 dólares estadounidenses, aproximadamente un 9% por encima del nivel de comienzos del año (véase gráfico 4). De cara al futuro, los participantes en los mercados prevén precios más altos en el medio plazo, y los futuros con entrega en diciembre de 2012 se negocian actualmente en torno a 90,5 dólares estadounidenses el barril.

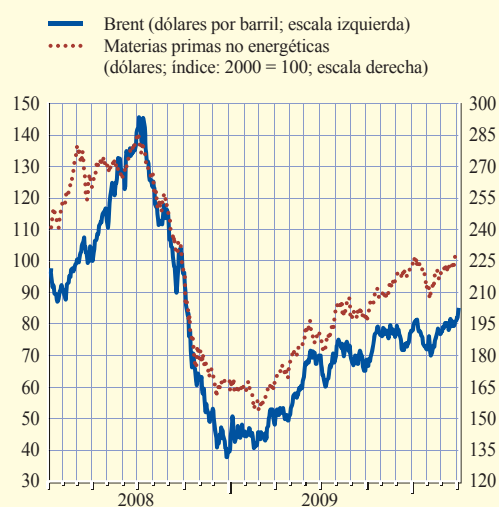
Por lo que respecta a las variables fundamentales, la Agencia Internacional de la Energía (AIE) revisó al alza sus proyecciones de demanda de petróleo en vista de la evolución, más favorable de lo previsto, de las economías no pertenecientes a la OCDE. En general, se espera que la demanda de petróleo aumente significativamente en 2010, en 1,6 millones de barriles diarios en comparación con el año pasado, debido principalmente a la fuerte demanda de China. Las perspectivas de la demanda de petróleo en los países de la OCDE, especialmente en Japón y Estados Unidos, también han mejorado ligeramente. No obstante, la presión al alza por el lado de la demanda sobre los precios se ha compensado, en parte, con un incremento de la oferta. Aunque la OPEP decidió no elevar sus cuotas de producción, ha seguido produciendo muy por encima del objetivo previsto. Además, la oferta de los países no pertenecientes a la OPEP ha aumentado en los últimos meses, impulsada por el aumento de la producción en el Golfo de México y Canadá. La AIE también revisó al alza sus proyecciones sobre la oferta de petróleo de los países no pertenecientes a la OPEP y ahora prevé un incremento anual de 0,33 millones de barriles diarios en 2010.

En conjunto, los precios de las materias primas no energéticas aumentaron ligeramente en marzo y a principios de abril. Los precios de los metales se incrementaron, impulsados en particular por el níquel y el cobre. Al mismo tiempo, los precios de los alimentos experimentaron un descenso como consecuencia de una fuerte corrección a la baja de los precios del azúcar y de una moderación de los precios del trigo. En cifras agregadas, el índice de precios de las materias primas no energéticas (denominado en dólares estadounidenses) se situaba, a principios de abril, aproximadamente al mismo nivel que a comienzos del año.

1.3 PERSPECTIVAS DEL ENTORNO EXTERIOR

Los indicadores adelantados apuntan a una nueva expansión de la actividad económica mundial en el corto plazo. El indicador sintético adelantado de las economías de la OCDE siguió aumentando en ene-

Gráfico 4 Principales indicadores de los mercados de materias primas



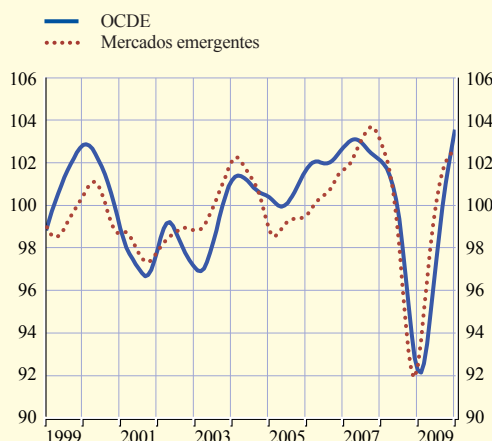
Fuentes: Bloomberg y HWWI.

ro, lo que sugiere una expansión económica en el área de esta Organización, pese a observarse cierta moderación recientemente (véase gráfico 5). Por lo que respecta a las principales economías emergentes, los respectivos indicadores apuntan a una mayor expansión de la actividad económica en China y Rusia y a una ligera pérdida de impulso de la recuperación en Brasil e India.

Aunque las perspectivas de la economía mundial siguen estando sujetas a incertidumbre, los riesgos para la actividad a escala mundial continúan estando, en general, equilibrados. Por el lado positivo, la confianza podría mejorar más de lo esperado y podrían producirse efectos más intensos de lo previsto como consecuencia de las amplias medidas de estímulo macroeconómico que se están aplicando, así como de otras medidas adoptadas. Por el lado negativo sigue preocupando que se recrudezcan las tensiones en algunos segmentos de los mercados financieros, que se produzca una espiral negativa de reacciones adversas entre la economía real y el sector financiero más intensa o prolongada de lo previsto, que aumenten de nuevo los precios del petróleo y de otras materias primas, que se intensifiquen las presiones proteccionistas y que la corrección de los desequilibrios mundiales se lleve a cabo 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 disminuido de modo paralelo durante un período prolongado. Esta debilidad continuada respalda la valoración de que el ritmo de expansión monetaria subyacente es moderado y de que, actualmente, las presiones inflacionistas a medio plazo derivadas de la evolución monetaria son reducidas. No obstante, debido al impacto a la baja de la acusada pendiente de la curva de rendimientos, el crecimiento interanual de M3 sigue subestimando el ritmo de crecimiento monetario subyacente. A nivel de sectores, el incremento de la tasa de crecimiento interanual de los préstamos concedidos por las IFM al sector privado observado en febrero de 2010 reflejó el aumento de las tasas correspondientes de los préstamos a los hogares y a las sociedades no financieras. Al mismo tiempo, aunque la tasa de crecimiento interanual de los préstamos a los hogares fue positiva, la de los préstamos a las sociedades no financieras siguió siendo negativa. Los datos relativos al mes de febrero apuntan a que la venta de activos por parte del sector bancario se ha interrumpido.

EL AGREGADO MONETARIO AMPLIO M3

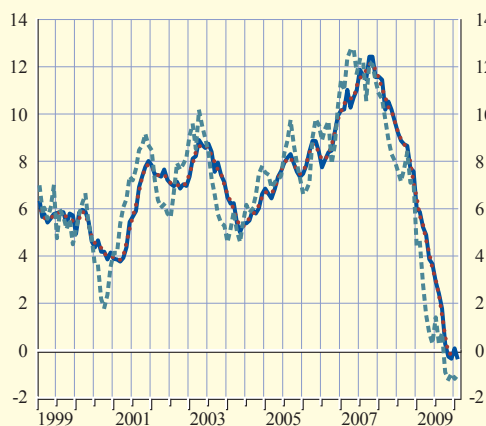
La tasa de crecimiento interanual de M3 volvió a registrar niveles negativos en febrero de 2010, mes en que se situó en el -0,4% frente al 0,1% de enero (véase gráfico 6). Este descenso se debió a un efecto de base, mientras que la tasa de crecimiento intermensual fue de cero, tras haber mostrado cierta volatilidad en los meses anteriores (un nivel del -0,2% en enero de 2010 y del 0,3% en diciembre de 2009). Si se considera más allá de la evolución a corto plazo, la dinámica monetaria continuó reflejando el fuerte impacto a la baja asociado a la acusada pendiente de la curva de rendimientos, que propicia trasvases de fondos desde M3 hacia activos a más largo plazo. Al mismo tiempo, continuó el proceso de sustitución entre los componentes de M3, con desplazamientos hacia M1. Este proceso estuvo impulsado por la persistencia de un diferencial reducido entre el tipo de interés de los depósitos a plazo hasta dos años y el de los depósitos a la vista. En consecuencia, la tasa de crecimiento interanual de M1 se mantuvo en niveles elevados, mientras que la de los depósitos a corto plazo distintos de los depósitos a la vista (M2-M1) y la de los instrumentos negociables (M3-M2) ha vuelto a situarse en niveles similares, en líneas generales, a los observados en diciembre de 2009. En el recuadro 2, titulado «Debilidad del crecimiento monetario: análisis de episodios anteriores», se presenta una comparación del episodio actual de debilidad del crecimiento monetario con episodios anteriores.

En febrero, la tasa de crecimiento interanual de los préstamos concedidos por las IFM al sector privado fue negativa por sexto mes consecutivo. No obstante, si los datos se ajustan por el efecto causado por las bajas de préstamos de los balances realizadas en el contexto de las operaciones de titulización, la tasa

Gráfico 6 Crecimiento de M3

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

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



Fuente: BCE.

de crecimiento interanual fue algo menos negativa. La tasa de crecimiento interanual de los préstamos a los hogares siguió siendo positiva y aumentó de nuevo, respaldando la valoración de que se ha producido un punto de giro en los préstamos a este sector. La tasa de crecimiento interanual de los préstamos a las sociedades no financieras permaneció claramente en valores negativos, pero en febrero se incrementó por primera vez desde la primavera de 2008. Este patrón de evolución divergente de los préstamos por sectores continúa siendo acorde con regularidades del ciclo económico.

Recuadro 2

DEBILIDAD DEL CRECIMIENTO MONETARIO: ANÁLISIS DE EPISODIOS ANTERIORES

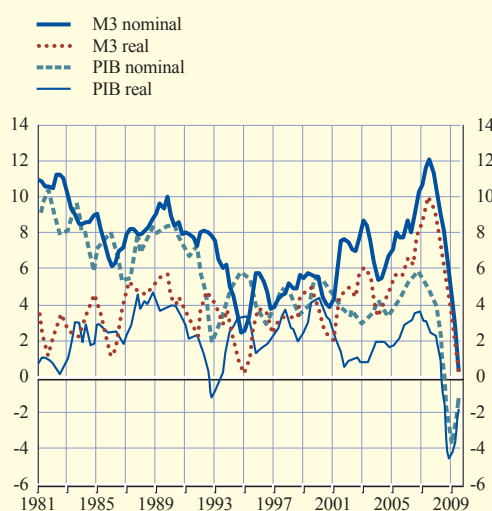
La tasa de crecimiento interanual de M3 de la zona del euro fue negativa en tres de los cuatro últimos meses para los que se dispone de datos, y en febrero de 2010 se situó en el $-0,4\%$, lo que constituye el primer episodio de crecimiento negativo del agregado monetario amplio a escala de la zona del euro desde principios de la década de los ochenta¹. Existen tres factores principales que explican la actual debilidad histórica del crecimiento de M3: en primer lugar, la severa recesión y el hecho de que el nivel de actividad económica sigue siendo reducido, lo que conlleva una demanda limitada de dinero con fines de transacción; en segundo lugar, la pendiente especialmente acusada de la curva de rendimientos, que hace que haya fuertes incentivos para desplazar fondos desde activos monetarios hacia activos a más largo plazo y, en tercer lugar, la intensa acumulación de activos monetarios durante un período prolongado en los años previos a este episodio, lo que implica una posible corrección del exceso de liquidez. En este recuadro se considera la manera en que el episodio actual de debilidad del crecimiento monetario es comparable con los observados en el pasado a escala de la zona del euro y de países individuales.

Episodios a escala de la zona del euro

En la zona del euro en su conjunto, el único otro episodio en el que el crecimiento interanual de M3 se situó próximo a cero, y lo hizo únicamente en términos reales, fue a mediados de la década de los noventa (véase gráfico A). Ese episodio presentó similitudes y diferencias con el período actual. Fue similar en el sentido de que la debilidad del crecimiento monetario se produjo después de que el crecimiento interanual del PIB real experimentara un acusado descenso, que pasó a situarse en niveles negativos y desembocó en una recesión (aunque la caída de unos 5 puntos porcentuales que medió entre el punto álgido y el mínimo de la crisis, fue menos pronunciada que la reducción de alrededor de 8 puntos porcentuales observada en el episodio actual). El débil crecimiento monetario

Gráfico A Crecimiento de M3 y del PIB en la zona del euro

(tasas de variación interanual)



¹ Aunque se dispone de datos de M3 para el conjunto de la zona del euro para todo este período, únicamente los datos a partir de 1999 se basan en estadísticas armonizadas, ya que los que cubren el período anterior son datos sintéticos de la zona.

Fuentes: BCE, Eurostat y OCDE.

Notas: Las tasas de crecimiento de M3 se han calculado a partir de los saldos nominales. La serie de M3 real se ha calculado deflactando M3 nominal por el deflactor del PIB.

coincidió asimismo con un aumento significativo de la pendiente de la curva de rendimientos, que fue ligeramente superior al observado en 2009 (el diferencial entre los tipos de interés a largo plazo y a corto plazo se incrementó en torno a 4,5 puntos porcentuales, en comparación con un aumento de unos 3,5 puntos porcentuales en el episodio actual; véase gráfico B), y también estuvo precedido de un prolongado período en el que el agregado monetario creció por encima de la actividad económica, que se atribuyó a que la velocidad de circulación del dinero se había alejado de sus anteriores tendencias². No obstante, este crecimiento monetario excesivo no fue tan vigoroso ni tan prolongado como en el período previo al episodio actual.

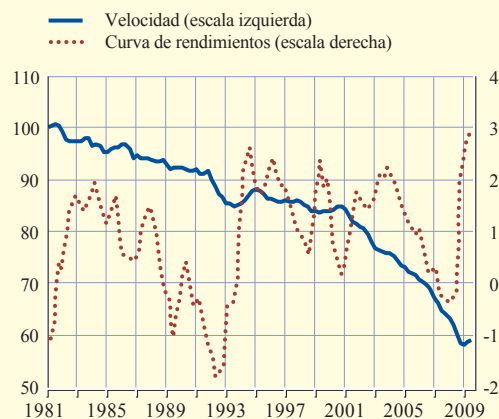
No obstante, también existen diferencias entre estos dos episodios. En primer lugar, mientras que, a mediados de los años noventa, los problemas que se produjeron en el sector financiero se circunscribieron a entidades de crédito individuales en un número reducido de países, en el episodio actual han sido mucho más generalizados, especialmente tras la intensificación de las turbulencias financieras. Una segunda diferencia radica en la correspondencia temporal del episodio con el ciclo económico: en el período anterior, la evolución del crecimiento de M3 presentó un desfase de unos dos años con respecto a la desaceleración del crecimiento del PIB, mientras que, en esa ocasión, las dos series han registrado un descenso casi simultáneo.

Episodios a escala de países

A diferencia de la evolución observada a escala de la zona del euro, ha habido varios países en los que se ha registrado un crecimiento interanual negativo de M3 nominal en los últimos veinte años (véase cuadro)³. Dejando de lado el episodio actual, en el que el crecimiento de M3 ha sido negativo en siete de los doce países de la zona del euro considerados, estos episodios pueden agruparse en tres períodos: i) el período comprendido entre la crisis del MTC y mediados de la década de los noventa; ii) la segunda mitad de los años noventa, que coincidió con el período de convergencia previo a la tercera fase de la UEM; y iii) algunos casos esporádicos a principios de la pasada década. En el primer período, en cuatro de los cinco países en los que el crecimiento de M3 fue negativo se había registrado un crecimiento negativo del PIB real anteriormente, y en todos se había observado asimismo un exceso de crecimiento monetario y un aumento de la pendiente de la curva de rendimientos. En el segundo período, el crecimiento interanual negativo de M3 fue precedido, en cuatro de los

Gráfico B Velocidad de circulación del dinero y aumento de la pendiente de la curva de rendimientos en la zona del euro

(índice: II 1981 = 100; en puntos porcentuales)



Fuentes: BCE, cálculos del BCE, Eurostat y OCDE.

Notas: La velocidad se calcula como las diferencias entre los logaritmos del PIB nominal y los saldos monetarios nominales nacionales. El aumento de la pendiente de la curva de rendimientos se calcula como la diferencia entre los rendimientos nominales de la deuda pública a largo plazo y los tipos de interés a corto plazo.

2 Obviamente, los cambios en la velocidad de circulación del dinero sólo pueden dar una aproximación imprecisa del exceso de crecimiento monetario, ya que también pueden reflejar otros factores como la innovación financiera y cambios en las preferencias de atesoramiento de dinero de los agentes.

3 Debido a la falta de datos históricos, solo se consideran doce países de la zona del euro. La valoración se basa en M3 nominal (en lugar de M3 real), ya que el objetivo es comparar el episodio actual de crecimiento monetario nominal negativo con episodios históricos equivalentes, y los datos cubren un período de tiempo (es decir, el período de convergencia y la tercera fase de la UEM) sin grandes sobresaltos inflacionistas. La evolución de M3 a escala nacional depende en mayor medida de las variaciones de los activos exteriores netos que de la evolución de la zona del euro en su conjunto, habida cuenta de los considerables flujos de capital entre los países individuales de la zona. Por tanto, para la mayoría de los países, la evolución nacional es considerablemente más volátil y propensa a generar tasas de crecimiento negativas.

cinco países, de un incremento de la pendiente de la curva de rendimientos y de un exceso de crecimiento monetario, pero el crecimiento de PIB real fue negativo solo en un caso. Por último, a principios de la pasada década, el crecimiento monetario fue negativo en tres países, mientras que el del PIB real se situó en niveles negativos en dos de ellos. No obstante, a diferencia de lo que sucedió en los dos períodos anteriores, la contracción de la actividad económica se produjo durante el período en que el crecimiento monetario se situó en niveles negativos y después, no antes, y parece que únicamente en un caso el exceso de crecimiento monetario desempeñó un papel importante en la evolución monetaria, al igual que sucedió con el aumento de la pendiente de la curva de rendimientos.

Consecuencias para la situación actual

En todos los países considerados anteriormente, el episodio de crecimiento interanual negativo de M3 fue efímero, y el crecimiento monetario volvió a situarse en niveles positivos al cabo de aproximadamente un año tras la recuperación económica y el aplanamiento o estabilización de la curva de rendimientos. Sin embargo, lo que dificulta valorar en qué medida se repetirá este patrón a escala de la zona del euro es el hecho de que, en esta ocasión, la magnitud de los acontecimientos (es decir, la acumulación previa de desequilibrios monetarios, los problemas en el sector bancario y la caída de la actividad económica) ha sido muy superior a la de episodios anteriores.

En términos cualitativos, los factores que actualmente están desempeñando un papel implican influencias opuestas. Por un lado, las señales de estabilización observadas en el sistema bancario (respaldadas por las diversas medidas políticas emprendidas), la estabilización de la curva de rendimen-

Crecimiento interanual negativo de M3 nominal en algunos países de la zona del euro desde 1990: evolución de indicadores seleccionados

(correspondencia temporal en relación con el episodio de crecimiento interanual negativo de M3)

	Crecimiento interanual negativo de M3	Crecimiento interanual negativo del PIB real	Exceso de crecimiento monetario	Aumento de la pendiente de la curva de rendimientos en puntos porcentuales
BE	IV 94-III 95	Antes	Antes	Antes (4,1)
DE	I 95-II 95; IV 00	Antes; después	Antes; antes	Antes (4,1); no
	IV 09	Antes y durante	Antes	Antes y durante (3,3)
IE	No			
GR	No			
ES	No			
FR	III 93-III 94; IV 96	Antes; no	Antes; antes	Antes y durante (6,2); antes (2,6)
	IV 09	Antes y durante	Antes	Antes y durante (3,4)
IT	IV 97; II 99	Antes; antes	Antes; no	No; antes (1,9)
LU	I 99-IV 99; I 09-IV 09	No; antes y durante	No; antes	Durante (1,6); antes y durante (3,3)
NL	I 95-II 95; IV 09	No; antes y durante	Antes; antes	Antes y durante (3,8); antes (3,3)
AT	IV 97-III 98; II 09-IV 09	No; antes y durante	Antes; antes y durante	No; antes y durante (3,5)
PT	III 02-IV 02; IV 09	Durante y después; antes y durante	No; antes	Antes (1,5); antes (3,5)
FI	I 94	Antes	Antes	Antes, durante y después (7,0)
	IV 96	No	Antes	Antes (1,3)
	II 97; I 98	No; no	Antes; antes	No; no
	IV 00-I 01; II 09-IV 09	No; antes y durante	No; antes y durante	No; antes y durante (3,2)

Fuente: Estimaciones y cálculos del BCE.

Notas: Los términos «antes», «durante» y «después» indican la correspondencia temporal de la evolución de los indicadores seleccionados con respecto al crecimiento interanual negativo de M3 nominal. «No» indica que no se observó ningún cambio concreto en el indicador en cuestión en torno al período en el que se registró el episodio de crecimiento interanual negativo de M3 nominal. Las cifras entre paréntesis en la última columna señalan la magnitud del aumento de la pendiente de la curva de rendimientos en puntos porcentuales. Los datos sobre M3 se refieren a agregados monetarios nacionales en los que el sector tenedor de dinero está integrado por residentes nacionales, de modo que no necesariamente se pueden comparar con las contribuciones nacionales al crecimiento de M3 de la zona del euro registradas desde 1999 como parte de las estadísticas armonizadas de la zona del euro. El exceso de crecimiento monetario se define como el crecimiento de M3 nominal que supera el crecimiento del PIB nominal.

tos y el fortalecimiento del crecimiento del PIB real deberían contribuir a que el crecimiento de M3 vuelva a situarse en niveles positivos en un plazo relativamente breve. Por otro, el fuerte crecimiento monetario y del crédito registrado en los últimos años, que también es patente en el elevado nivel de endeudamiento del sector privado, puede significar que los balances de los sectores tenedores de dinero deben seguir reduciéndose. Es posible que esto continúe limitando el crecimiento de M3, manteniéndolo en cotas negativas o muy moderadas en los próximos meses. Si la liquidez acumulada se «absorbiera» a través de un proceso de desapalancamiento gradual y no se utilizara para realizar gastos adicionales en bienes de consumo, esta evolución sería coherente con la continuación de unas presiones inflacionistas reducidas derivadas de la evolución monetaria actual.

En cuanto a las entidades de crédito de la zona del euro, los datos de febrero indican que la venta de activos por el sector bancario se ha interrumpido en los últimos meses.

PRINCIPALES COMPONENTES DE M3

La disminución experimentada por la tasa de crecimiento interanual de M3 fue acompañada de cambios en las contribuciones de los diversos componentes. Aunque la contribución de M1 registró un acusado aumento, la de los instrumentos negociables y la de los depósitos a corto plazo distintos de los depósitos a la vista se tornó aún más negativa.

La tasa de crecimiento interanual de M1 experimentó un ligero descenso y se situó en el 10,9% en febrero, frente al 11,5% del mes anterior (véase cuadro 1). No obstante, el flujo mensual fue positivo (debido a que se registraron flujos positivos en sus dos componentes, el efectivo en circulación y los depósitos a la vista).

La tasa de crecimiento interanual de los depósitos a corto plazo distintos de los depósitos a la vista se redujo ligeramente y se situó en el -8,1% en febrero, desde el -8% de enero. Entre los componentes de

Cuadro 1 Cuadro resumen de variables monetarias

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

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

Fuente: BCE.

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

estos depósitos, se registró una salida en los depósitos a plazo hasta dos años (es decir, los depósitos a corto plazo), que se vio compensada, aunque sólo en parte, por el flujo de entrada observado en los depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses (esto es, los depósitos de ahorro a corto plazo). Habida cuenta de que, actualmente, los depósitos de ahorro a corto plazo están mejor remunerados que los depósitos a corto plazo, es probable que se estén produciendo algunos desplazamientos entre estas dos modalidades de depósito. De igual modo, el reducido coste de oportunidad de mantener depósitos a la vista continúa proporcionando incentivos para colocar fondos procedentes de los depósitos a corto plazo en este instrumento.

Los instrumentos negociables volvieron a registrar un flujo negativo en febrero, y su tasa de crecimiento interanual cayó hasta el $-12,4\%$, desde el $-10,9\%$ de enero. El flujo mensual observado en el principal subcomponente de estos instrumentos, las participaciones en fondos del mercado monetario, siguió en niveles considerablemente negativos, reflejando desplazamientos hacia activos a más largo plazo. De igual modo, la tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones a corto plazo de las IFM (es decir, con vencimiento hasta dos años) experimentó un descenso, registrando otra salida mensual. Tras la adquisición de un volumen reducido de valores distintos de acciones de las IFM por parte del sector tenedor de dinero en diciembre, la desinversión en estos valores se reanudó a principios de 2010.

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 redujo hasta situarse en el 1% en febrero, frente al $1,2\%$ de enero. Esta tasa ocultó una evolución heterogénea de los diversos sectores, ya que la contribución menos negativa de los intermediarios financieros quedó compensada por la disminución de las contribuciones positivas de las sociedades no financieras y de los hogares. La contribución de los hogares ha estado siguiendo 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 el desplazamiento de fondos hacia activos a más largo plazo, y se ha estado moviendo, en general, en dirección opuesta a la de las sociedades no financieras. Ciertamente, desde julio de 2009, las empresas han estado reponiendo sus reservas de liquidez (después de haber reducido activos líquidos en las fases iniciales de la crisis financiera), en consonancia con el ciclo económico, una dinámica que suele observarse en la fase inicial de una recuperación económica. No obstante, parece que esta acumulación de activos líquidos se ha estabilizado en los últimos meses.

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 fue del $1,5\%$ en febrero, desde el $1,6\%$ de enero (véase cuadro 1), como consecuencia del nuevo descenso experimentado por la tasa de crecimiento interanual del crédito otorgado a las Administraciones Públicas (aunque se mantuvo en un nivel elevado, el $8,4\%$, frente al $9,1\%$ de enero), mientras que la tasa de crecimiento interanual del crédito al sector privado continuó fluctuando en torno a cero (y se situó en el $0,1\%$, desde el $-0,3\%$ de enero).

La tasa de crecimiento interanual de los préstamos otorgados al sector privado (el principal componente del crédito a este sector) se situó en el $-0,4\%$ en febrero, desde el $-0,6\%$ de enero. Ajustada por el impacto de las operaciones de titulización, la tasa de crecimiento interanual de los préstamos fue algo menos negativa (el $-0,1\%$), pero la distorsión atribuible a la baja de préstamos del balance continuó disminuyendo.

La evolución observada, en general, en los préstamos otorgados al sector privado continuó ocultando cierto grado de heterogeneidad en las tasas de crecimiento interanual de los distintos subsectores. En

Cuadro 2 Préstamos de las IFM al sector privado

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

	Saldo vivo en porcentaje total ¹⁾	Tasas de crecimiento interanual					
		2009 I	2009 II	2009 III	2009 IV	2010 Ene	2010 Feb
Sociedades no financieras	43,7	8,1	4,6	1,2	-1,4	-2,7	-2,5
Hasta un año	25,2	4,0	-2,6	-8,6	-11,9	-13,4	-12,5
De uno a cinco años	19,9	12,4	9,8	4,7	-0,1	-3,0	-3,2
Más de cinco años	54,9	8,8	6,8	5,4	3,9	3,2	3,2
Hogares²⁾	46,2	0,9	0,1	-0,1	0,3	1,6	1,8
Crédito al consumo ³⁾	12,6	1,2	-0,4	-1,0	-1,0	-0,5	-0,8
Préstamos para adquisición de vivienda ³⁾	71,8	0,7	-0,2	-0,2	0,2	1,8	2,1
Otras finalidades	15,6	1,7	1,5	1,3	1,9	2,2	2,7
Empresas de seguros y fondos de pensiones	0,8	-6,7	-3,5	-6,1	-12,3	-9,7	-4,8
Otros intermediarios financieros no monetarios	9,3	7,9	1,4	-0,0	0,2	-0,1	-0,4

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 a la zona del euro.

términos interanuales, la tasa de crecimiento de los préstamos concedidos a las sociedades no financieras aumentó por primera vez desde la primavera de 2008, aunque se mantuvo en niveles negativos, mientras que la de los préstamos a los hogares repuntó, tras haber tocado fondo en el primer semestre de 2009 (véase cuadro 2). Estas diferencias en la dinámica de los préstamos en los distintos sectores es acorde con regularidades históricas: el crecimiento de los préstamos a los hogares tiende a recuperarse 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.

La tasa de crecimiento interanual de los préstamos concedidos por las IFM a las sociedades no financieras aumentó en febrero y se situó en el -2,5%, frente al -2,7% de enero. Si se considera el detalle por vencimientos, el flujo positivo registrado en febrero se debió, en particular, a las entradas observadas en los préstamos a más de cinco años. La tasa de crecimiento interanual de los préstamos a los hogares aumentó de nuevo y se situó en el 1,8% en febrero, desde el 1,6% de enero. Si se tiene en cuenta el impacto de las bajas de préstamos del balance realizadas en el contexto de las operaciones de titulización fuera de balance o real (que suelen afectar a los préstamos a los hogares más que a los préstamos a las sociedades no financieras), la recuperación de la tasa de crecimiento interanual de los préstamos otorgados a los hogares fue algo más limitada, pero la tasa de crecimiento fue más elevada. Los préstamos para adquisición de vivienda siguieron siendo la modalidad de préstamo que más contribuyó al incremento observado en el crecimiento interanual de los préstamos, mientras que la contribución del crédito al consumo continuó disminuyendo. En general, la evolución más reciente confirma que se ha producido un punto de giro en lo que respecta al crecimiento de los préstamos a los hogares.

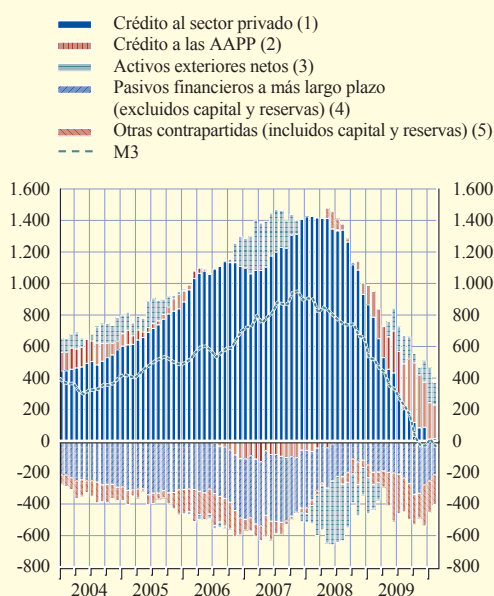
En cuanto a las demás contrapartidas de M3, la tasa de crecimiento interanual de los pasivos financieros a más largo plazo de las IFM (excluidos capital y reservas) se redujo hasta el 4,5% en febrero, frente al 5,3% del mes anterior. Este descenso fue generalizado en todos los componentes. Desde una 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 depósitos han seguido estando mucho mejor remunerados que los depósitos a corto plazo. La tasa de crecimiento interanual del capital y las reservas fue del 7% en febrero.

Por último, en la posición acreedora neta frente al exterior del sector de las IFM se registraron entradas interanuales por importe de 142 mm de euros en febrero, frente a los 221 mm de euros de enero (véase gráfico 7). En febrero se registró una salida mensual por importe de 30 mm de euros, como consecuencia de un reducido flujo mensual positivo observado en los activos exteriores (en su mayor parte, préstamos) y de un aumento considerable de los pasivos exteriores (principalmente, depósitos).

En resumen, el hecho de que las tasas de crecimiento interanual de M3 y de los préstamos al sector privado hayan descendido de modo paralelo durante un período prolongado y de que ambas se hayan situado 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 reducidas. No obstante, debido al fuerte impacto a la baja de la acusada pendiente de la curva de rendimientos, el crecimiento de M3 sigue subestimando el ritmo de crecimiento monetario subyacente.

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.

2.2 EMISIONES DE VALORES

La tasa de crecimiento interanual de la emisión de valores distintos de acciones siguió moderándose, y en enero de 2010 se redujo hasta el 7,7%, lo que supuso un descenso gradual con respecto al vigoroso crecimiento de dos dígitos registrado en la emisión de este tipo de valores en 2009. Los datos sobre la emisión por sectores ponen de manifiesto que esta moderación fue generalizada en los distintos sectores y plazos de vencimiento. Mientras, la tasa de crecimiento interanual de la emisión de acciones cotizadas prácticamente no experimentó variaciones.

VALORES DISTINTOS DE ACCIONES

La tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro siguió moderándose, y en enero de 2010 cayó hasta el 7,7% desde el 8,1% del mes anterior (véase cuadro 3). Como continuación de la tendencia a la baja que comenzó hace un año, la emisión de valores distintos de acciones a corto plazo disminuyó por primera vez en enero de 2010 (a una tasa del 2,5%, en términos interanuales), mientras que la tasa de crecimiento interanual de la emisión de valores distintos de acciones a largo plazo prácticamente no experimentó variaciones (situándose en el 9,1%). 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).

Cuadro 3 Valores emitidos por residentes en la zona del euro

Sector emisor	Saldo vivo (mm de euros) 2010 Enero	Tasa de crecimiento interanual ¹⁾					
		2009 I	2009 II	2009 III	2009 IV	2009 Diciembre	2010 Enero
Valores distintos de acciones:	15.152	10,6	12,0	11,5	10,2	8,1	7,7
IFM	5.425	5,9	5,8	4,1	2,9	2,2	2,2
Instituciones financieras no monetarias	3.002	30,8	32,5	28,6	22,3	13,4	13,3
Sociedades no financieras	809	7,9	10,3	13,2	15,5	13,7	13,2
Administraciones Públicas	5.916	9,6	12,2	13,5	12,7	11,2	10,1
De las cuales:							
Administración Central	5.549	9,9	12,4	13,7	12,9	11,3	10,2
Otras Administraciones Públicas	368	6,0	9,6	9,5	10,4	9,7	9,1
Acciones cotizadas:	4.253	1,2	1,9	2,7	2,8	3,0	3,0
IFM	523	7,2	8,7	9,4	8,9	9,1	8,3
Instituciones financieras no monetarias	338	3,1	3,4	4,1	2,9	5,3	5,3
Sociedades no financieras	3.392	0,0	0,8	1,6	1,9	1,8	1,9

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».

Durante el pasado año, todos los emisores mostraron una acusada preferencia por los valores distintos de acciones a largo plazo, principalmente por los emitidos a tipo de interés fijo, con el fin de asegurarse unas condiciones favorables de financiación en el largo plazo. No obstante, en enero de 2010, la tendencia positiva observada en la emisión de valores distintos de acciones a largo plazo y a tipo de interés fijo se interrumpió, y la tasa de crecimiento interanual se redujo hasta el 11,6%, desde el 12,1% del mes anterior. Al mismo tiempo, la tasa de crecimiento interanual de la emisión de valores distintos de acciones a largo plazo y a tipo de interés variable se incrementó hasta situarse en el 3,5%, frente al 2,8% del mes precedente.

Por lo que respecta a la emisión por sectores, la moderación observada en el ritmo de emisión de valores distintos de acciones en enero de 2010 parece haber sido generalizada. No obstante, pese a esta moderación, las tasas de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por las sociedades no financieras y la Administración Central, situadas en niveles de dos dígitos, continúan en niveles elevados, en términos históricos. En particular, la tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por las sociedades no financieras de la zona del euro fue del 13,2% en enero de 2010, lo que representa un ligero descenso con respecto al 13,7% del mes anterior. Los elevados volúmenes y el ritmo sostenido de la emisión neta de valores distintos de acciones a largo plazo y a tipo de interés fijo registrados desde finales de 2008 sugieren que las empresas, especialmente las grandes empresas, han estado captando volúmenes considerables de financiación a través de los mercados de capitales, beneficiándose, particu-

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.

lar, de la reducción de los diferenciales de los valores de renta fija privada, y es posible que también hayan obtenido recursos de los citados mercados, como consecuencia del endurecimiento de las condiciones aplicadas para la concesión de préstamos bancarios.

De igual modo, aunque la tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por las Administraciones Públicas mostró algunas señales de moderación, se mantuvo en niveles elevados, el 10,1%, en enero de 2010, en comparación con el 11,2% del mes anterior. Esta evolución sigue siendo acorde con la persistencia de unas necesidades de financiación considerables de los sectores públicos de la zona del euro. En los últimos meses, la Administración Central se ha convertido en el sector que más ha contribuido al crecimiento de la emisión total de valores distintos de acciones.

En cuanto al sector financiero, la tasa de crecimiento interanual de la emisión de valores distintos de acciones por las IFM permaneció en niveles reducidos, en términos históricos, el 2,2%, en enero, lo que supone una disminución con respecto al nivel del mes precedente. Esta debilidad estuvo determinada, en su mayor parte, por la acusada caída de la emisión de valores distintos de acciones a corto plazo (un 11,3% en enero de 2010), mientras que la tasa de crecimiento interanual de la emisión de valores distintos de acciones a largo plazo se situó en el 4,6%, un nivel estable, en líneas generales, si se compara con la evolución observada el año pasado. Una imagen prácticamente similar se desprende de la emisión de valores distintos de acciones por parte de las instituciones financieras no monetarias, cuya tasa de crecimiento interanual se redujo hasta el 13,2% en enero de 2010, frente al 13,7% del mes anterior, debido, principalmente, a la fuerte contracción que siguió experimentando la emisión de valores a corto plazo.

ACCIONES COTIZADAS

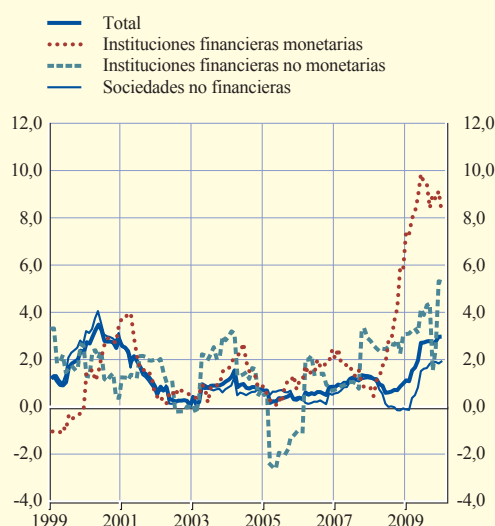
La tasa de crecimiento interanual de las acciones cotizadas emitidas por residentes en la zona del euro prácticamente no se modificó y fue del 3% en enero de 2010 (véase gráfico 9). Aunque la tasa de crecimiento interanual de la emisión de acciones por parte de las IFM se moderó ligeramente con respecto al mes precedente, se mantuvo en niveles elevados, a una tasa del 8,3%, en enero de 2010, ya que las entidades de crédito captaron capital para reforzar sus balances. La tasa de crecimiento interanual de las acciones cotizadas emitidas por las sociedades no financieras se situó en el 1,9% en enero, prácticamente sin variaciones en relación con los cinco meses anteriores, siguió viéndose respaldada por el aumento de los precios de las acciones y por la mejora de la confianza.

2.3 TIPOS DE INTERÉS DEL MERCADO MONETARIO

La curva de rendimientos del mercado monetario prácticamente no experimentó variaciones en marzo y principios de abril de 2010, observándose descensos marginales en casi todos los plazos de vencimiento. Esto fue consecuencia de que las condiciones de liquidez continuaron siendo holgadas en la zona del euro, especialmente tras la adjudicación, el 16 de diciembre de 2009, de la última operación

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.

de financiación a plazo más largo (OFPML) con vencimiento a un año. El Eurosistema también continuó realizando adquisiciones directas de bonos garantizados en el contexto del programa de compras que comenzó el 6 de julio de 2009.

Los tipos de interés del mercado monetario sin garantías experimentaron un descenso marginal en marzo y principios de abril de 2010. El 7 de abril, los tipos EURIBOR a un mes, a tres meses, a seis meses y a doce meses se situaban en el 0,403%, el 0,639%, el 0,950% y el 1,223%, respectivamente. Los tipos EURIBOR a un mes, a tres meses y a seis meses registraron niveles ligeramente inferiores a los observados el 3 de marzo, descendiendo aproximadamente 2 puntos básicos, 1 punto básico y 1 punto básico, respectivamente. El EURIBOR a doce meses se incrementó alrededor de 1 punto básico. En consecuencia, 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 82 puntos básicos el 7 de abril (véase gráfico 10).

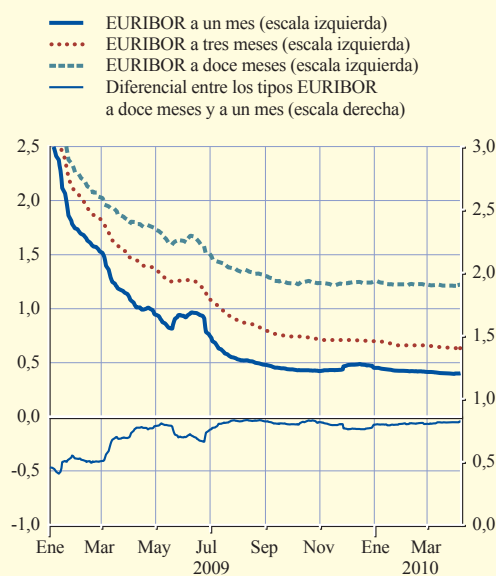
De igual modo, los tipos de interés del mercado monetario con garantías, como los derivados del índice de los swaps del EONIA a tres meses, prácticamente no experimentaron variaciones. El tipo swap del EONIA a tres meses se situó en el 0,375% el 7 de abril, aproximadamente 1 punto básico por encima del valor observado el 3 de marzo. En consecuencia, el diferencial entre este tipo de interés del mercado monetario con garantías y el EURIBOR correspondiente experimentó un descenso marginal, situándose en 26 puntos básicos el 7 de abril, frente a 28 puntos básicos el 3 de marzo.

El 7 de abril, 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 cayeron hasta situarse en el 0,72%, el 0,90%, el 1,07% y el 1,25%, respectivamente. Los tipos implícitos en los contratos con vencimiento en junio y septiembre de 2010 (que se situaban 5 y 6 puntos básicos por debajo de los niveles del 3 de marzo), descendieron algo menos que los implícitos en los contratos con vencimiento en diciembre de 2010 y marzo de 2011 (8 y 9 puntos básicos menos, respectivamente).

El EONIA permaneció estable, en líneas generales, en marzo y principios de abril, y se mantuvo aproximadamente 10 puntos básicos por encima del tipo de interés de la facilidad de depósito, el 0,25% (véase gráfico 11), con la excepción del 9 de marzo, último día del segundo período de mantenimiento de 2010, fecha en que el EONIA se incrementó hasta el 0,643%, como consecuencia de una operación de absorción de liquidez que realizó el Eurosistema en la que se aplicó un procedimiento a tipo de interés variable. En la operación se absorbieron 294,5 mm de euros, con un tipo máximo del 1%, un tipo marginal del 0,8% y un tipo medio ponderado del 0,76%. El 7 de abril, el EONIA se situaba en el 0,329%.

Gráfico 10 Tipos de interés del mercado monetario

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



Fuentes: BCE y Reuters.

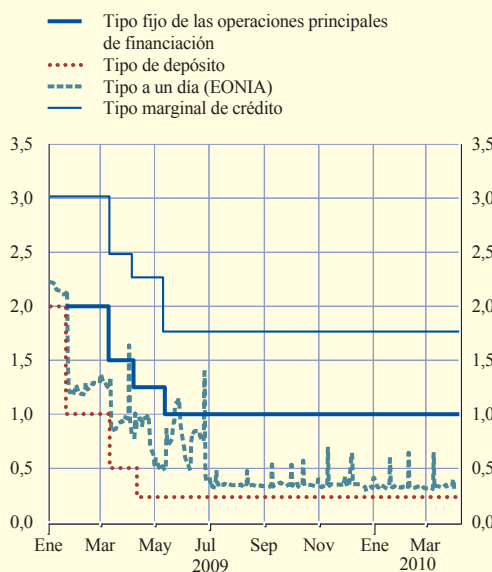
En las operaciones principales de financiación realizadas los días 2, 9, 16, 23 y 30 de marzo, el BCE adjudicó 80,5 mm de euros, 78,4 mm de euros, 79 mm de euros, 81 mm de euros y 81,5 mm de euros, respectivamente. En cuanto a las operaciones a plazo más largo, el 31 de marzo, el BCE llevó a cabo dos OFPML: una operación a tres meses en la que adjudicó 2 mm de euros y otra a seis meses en la que adjudicó 17,9 mm de euros. Todas las operaciones se llevaron a cabo aplicando un tipo fijo del 1% y con adjudicación plena.

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 depósito se incrementó hasta situarse en 197,7 mm de euros en el período comprendido entre el 10 de marzo y el 7 de abril, ligeramente por encima de los 186,4 mm de euros observados en el período de mantenimiento anterior, que finalizó el 9 de marzo.

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 44,1 mm de euros el 26 de marzo, con un importe total anunciado de compras directas de 60 mm de euros hasta finales de junio de 2010.

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

(en porcentaje; datos diarios)



Fuentes: BCE y Reuters.

Recuadro 3

REACCIÓN DE LOS MERCADOS MONETARIOS A LOS ANUNCIOS RELATIVOS A LA RETIRADA DE LAS MEDIDAS NO CONVENCIONALES

En este recuadro se evalúa la reacción de los mercados monetarios a los anuncios efectuados por el Consejo de Gobierno en relación con el inicio de la retirada gradual de las medidas no convencionales. En diciembre de 2009, como consecuencia de la mejora de la situación de los mercados financieros, el Consejo de Gobierno anunció que la última operación de financiación a doce meses se llevaría a cabo en dicho mes, mientras que la última operación a seis meses se realizaría en marzo de 2010. Tres meses más tarde, en marzo de 2010, el Consejo de Gobierno también decidió volver a utilizar los procedimientos de subasta a tipo de interés variable en sus operaciones regulares a tres meses a partir de finales de abril de 2010.

Esta evaluación de la reacción de los mercados a los anuncios mencionados se basa en las expectativas de los mercados acerca del EONIA, de los diferenciales entre el EURIBOR y el swap del EONIA, y de la volatilidad implícita derivada de los tipos de interés del mercado monetario. En general, la reacción de los mercados monetarios a los anuncios efectuados en diciembre de 2009 y en marzo de

2010 ha sido bastante moderada, lo que es coherente con el carácter paulatino de la retirada de esas medidas y sugiere que los mercados monetarios esperan que la vuelta al funcionamiento normal del mercado sea gradual y ordenada.

Comunicación de la retirada de las medidas no convencionales

El 3 de diciembre de 2009, como consecuencia de la mejora de la situación de los mercados financieros, el Consejo de Gobierno anunció que la última operación de financiación a doce meses se llevaría a cabo en diciembre de 2009, y la última operación a seis meses, en marzo de 2010¹. Tres meses más tarde, el 4 de marzo de 2010, el Consejo de Gobierno también decidió volver a utilizar el procedimiento de subasta a tipo de interés variable en sus operaciones regulares a tres meses a partir de finales de abril de 2010. Al mismo tiempo, el Consejo de Gobierno anunció que continuaría realizando sus operaciones principales de financiación y sus operaciones de financiación a plazo especial (es decir, operaciones cuyo vencimiento es de un período de mantenimiento) mediante subastas a tipo de interés fijo con adjudicación plena durante el tiempo que fuera necesario, y, al menos, hasta mediados de octubre de 2010. A causa de la continua incertidumbre en torno a la evolución futura de la economía de la zona del euro, el carácter gradual sigue constituyendo un elemento esencial de la retirada de las medidas no convencionales adoptadas por el BCE.

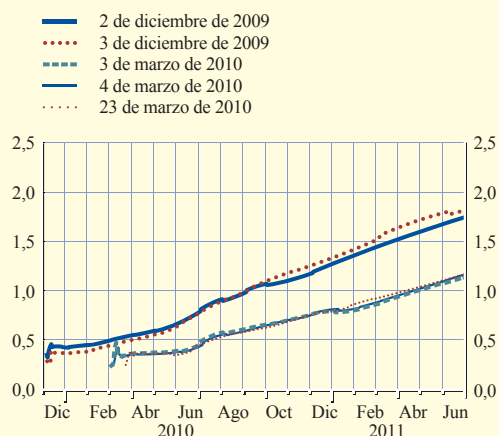
La reacción de los mercados monetarios a la retirada de las medidas no convencionales

Si se analiza el comportamiento de los tipos del mercado monetario a muy corto plazo, el impacto inmediato de estos anuncios fue bastante débil. Efectivamente, las expectativas relativas al EONIA hasta dentro de un año —como muestra la curva *forward* del EONIA— no parecieron modificarse significativamente como consecuencia inmediata de estos anuncios. La reacción inmediata a los anuncios efectuados el 3 de diciembre y el 4 de marzo fue muy limitada en ambos casos, lo que sugiere que los mercados consideran que el apoyo proporcionado al sistema financiero sigue siendo adecuado, a pesar de la retirada gradual de las medidas no convencionales. También podría indicar que las decisiones adoptadas a este respecto coincidían con las expectativas del mercado (véase gráfico A).

Además, el diferencial entre el EURIBOR a tres meses y el *swap* del EONIA a tres meses y los diferenciales *forward* EURIBOR-*swap* del EONIA de los acuerdos de tipos de interés futuros sobre el EURIBOR apenas se vieron afectados por los anuncios. Ciertamente, desde diciembre estos diferenciales se han mantenido en niveles relativamente bajos,

Gráfico A Curvas *forward* del EONIA en diferentes momentos

(en porcentaje; tipos *forward*; suavizados)



Fuentes: Reuters y cálculos del BCE.

Nota: La técnica de suavizado utilizada en este gráfico se basa en el cálculo de los *splines* de los logaritmos de los precios de los bonos de cupón cero.

¹ Para una información detallada de las decisiones adoptadas, véase la nota de prensa del BCE de 3 de diciembre de 2009, titulada «El BCE anuncia los detalles de las operaciones de financiación que se realizarán hasta el 7 de abril de 2010», o el Boletín Mensual de diciembre de 2009.

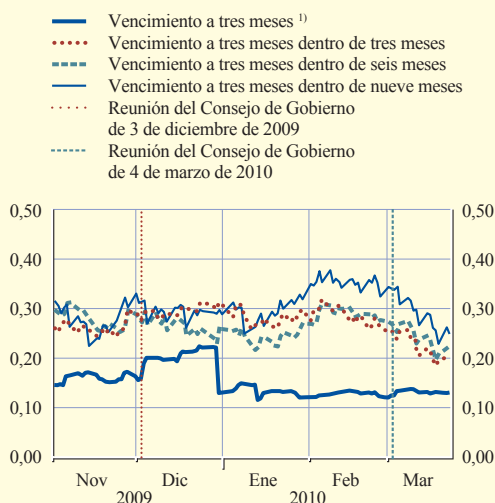
acordes con el concepto de «nueva situación de normalidad». En otras palabras, es probable que la incertidumbre se mantenga en niveles elevados como efecto prolongado de las turbulencias financieras. El descenso que se observó en el diferencial entre el EURIBOR a tres meses y el swap del EONIA a tres meses a comienzos de enero está asociado, muy probablemente, al relajamiento de las tensiones relacionadas con el fin del año, que se habían acumulado gradualmente hacia finales de 2009. Desde entonces, este diferencial se ha mantenido relativamente estable. No parece que se hayan producido cambios de importancia como respuesta inmediata al anuncio de marzo, lo que sugiere que el mensaje relativo a la retirada gradual de las medidas no convencionales se llevó a cabo de una manera bastante suave y los mercados monetarios consideraron que estaba en línea con una vuelta ordenada a su funcionamiento normal (véase gráfico B).

Por último, estos anuncios no han generado tensiones en los segmentos a más largo plazo del mercado monetario, que son relevantes para el mecanismo de transmisión de la política monetaria. De hecho, las volatilidades implícitas con vencimientos constantes derivadas de las opciones sobre los futuros del EURIBOR a tres meses indican que los anuncios tampoco han provocado ninguna tensión en este segmento del mercado. La volatilidad pareció disminuir tras el anuncio de diciembre y se ha mantenido prácticamente sin cambios desde entonces. Del mismo modo, en marzo no se observaron efectos significativos sobre las volatilidades (véase gráfico C).

En resumen, parece que los mercados recibieron bien los anuncios efectuados en relación con la retirada gradual de las medidas no convencionales, pues su impacto no fue importante. La reacción de los mercados sugiere que consideraron que las decisiones adoptadas por el Consejo de Gobierno en diciembre de 2009 y en marzo de 2010 constituían una respuesta apropiada, acorde con la evolución financiera y económica.

Gráfico B Diferenciales entre el EURIBOR y el swap del EONIA

(en puntos porcentuales)

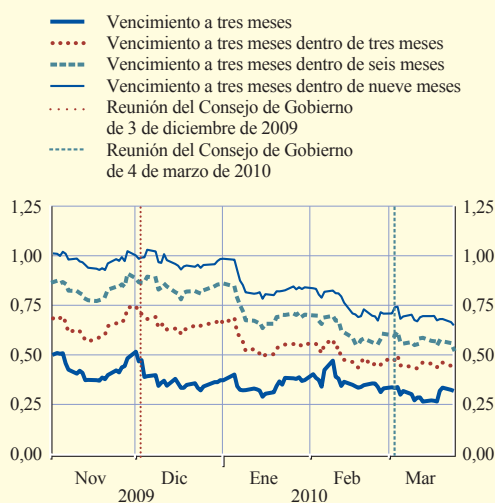


Fuentes: Reuters y cálculos del BCE.

Nota: Los diferenciales se han calculado sobre la base de los acuerdos de interés futuros sobre el EURIBOR.

1) El diferencial a tres meses se ha calculado utilizando el tipo de interés de los depósitos sin garantías a tres meses.

Gráfico C Volatilidades implícitas



Fuentes: Reuters y cálculos del BCE.

Nota: Las volatilidades se han transformado de la convención de mercado utilizada para las opciones sobre el EURIBOR a la convención de mercado utilizada para las opciones sobre el bono Bund alemán.

2.4 MERCADOS DE RENTA FIJA

En marzo y a principios de abril, el rendimiento de la deuda pública a largo plazo se mantuvo prácticamente estable en la zona del euro, mientras que se elevó ligeramente en Estados Unidos. La ampliación del diferencial de tipos de interés entre la deuda pública nominal a diez años de Estados Unidos y la de la zona del euro puede ser reflejo, en parte, de cambios en las expectativas del mercado respecto al crecimiento económico. A excepción de Grecia, los diferenciales de deuda soberana de los países de la zona del euro frente a los bonos alemanes registraron escasas variaciones en marzo y a comienzos de abril. Las expectativas de inflación de la zona del euro obtenidas de los bonos indicados tampoco experimentaron cambios significativos, apuntando a que se mantendrían firmemente ancladas a medio plazo. En el mismo período, los diferenciales de renta fija privada de la zona del euro volvieron a estrecharse en todas las calificaciones crediticias.

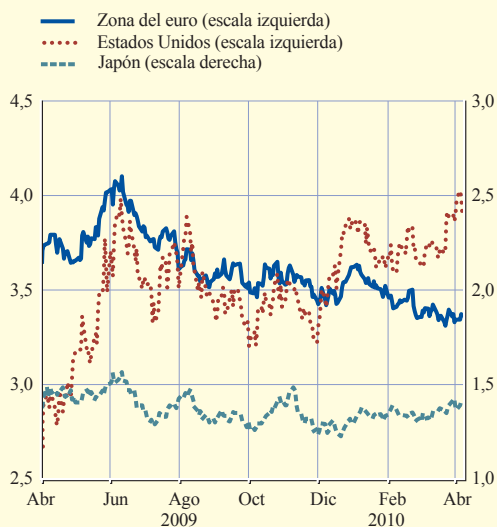
En comparación con finales de febrero, el rendimiento de la deuda pública a diez años de la zona del euro se mantuvo prácticamente sin cambios, situándose alrededor del 3,4% el 7 de abril. En Estados Unidos, el rendimiento de los bonos a diez años aumentó en torno a 20 puntos básicos, hasta situarse en el 3,9% 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 amplió hasta 50 puntos básicos (véase gráfico 12). Al mismo tiempo, la volatilidad implícita de los mercados de renta fija de la zona del euro y de Estados Unidos disminuyó levemente en marzo, aunque se mantiene ligeramente por encima de los niveles observados antes de las turbulencias financieras.

En la zona del euro, el rendimiento de la deuda pública se sitúa actualmente en niveles iguales o próximos a sus mínimos históricos, reflejo, en parte, de las expectativas del mercado respecto a un moderado crecimiento nominal a largo plazo y al mantenimiento de bajos tipos de interés oficiales durante cierto tiempo. En efecto, la ampliación del diferencial de tipos de interés entre la deuda pública nominal a diez años de Estados Unidos y la de la zona del euro puede ser reflejo, en parte, de una percepción diferente de las perspectivas de crecimiento por parte de los mercados. El incremento del rendimiento de los bonos estadounidenses a largo plazo es también resultado del debilitamiento de la demanda en el actual entorno de abundante oferta, y refleja, en cierta medida, el hecho de que la velocidad esperada de salida de las medidas extraordinarias de política monetaria adoptadas anteriormente puede haber aumentado en Estados Unidos.

A excepción de Grecia, los diferenciales de deuda soberana de los países de la zona del euro frente a los bonos alemanes apenas registraron variaciones en el período considerado. En marzo, los diferenciales de seguros de riesgo de crédito experimentaron escasos cambios en la mayoría de los países de la zona del euro. En la mayor parte del mes de marzo, como consecuencia de la inquietud respecto a la sosteni-

Gráfico 12 Rendimiento de la deuda pública a largo plazo

(en porcentaje; datos diarios)



Fuentes: Bloomberg y Reuters.

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

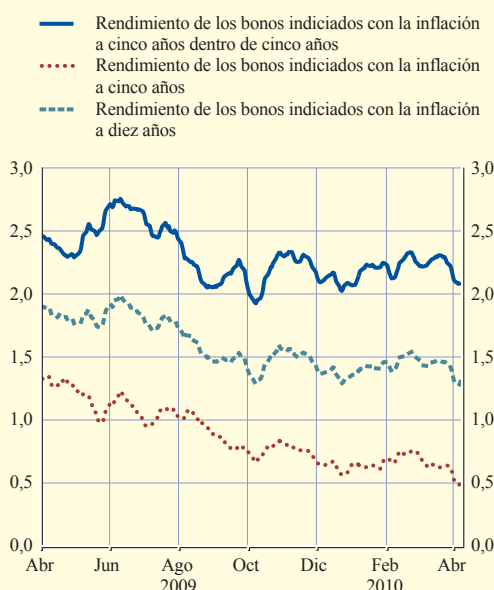
bilidad de las finanzas públicas de Grecia y de la incertidumbre en torno a la ayuda de los países de la UE para aliviar posibles dificultades futuras de financiación del Gobierno griego, los diferenciales de deuda pública entre los países de la zona del euro mostraron una elevada volatilidad. El anuncio del plan de apoyo de la UE a Grecia realizado el 25 de marzo por los Jefes de Estado o de Gobierno de los países de la zona del euro, así como el anuncio de que el BCE mantendría el umbral mínimo de calidad crediticia de los activos de garantía admitidos por el Eurosistema en la calificación BBB— más allá de 2010, contribuyeron a aliviar estas tensiones. Sin embargo, a comienzos de abril la preocupación de los mercados financieros ante la falta de acuerdo entre los países de la zona del euro sobre condiciones más precisas respecto a un posible plan de emergencia de concesión de préstamos a Grecia se reflejó en la pronunciada ampliación del diferencial de deuda soberana griega frente a los bonos alemanes.

El rendimiento de los bonos indicados con la inflación de la zona del euro disminuyó en torno a 20 puntos básicos, hasta situarse el 7 de abril en el 0,5% y el 1,3% en los plazos a cinco y diez años, respectivamente (véase gráfico 13).

Los datos de los mercados financieros siguen sugiriendo que las expectativas de inflación permanecen firmemente ancladas en la zona del euro. No existen evidencias de que se haya producido un aumento significativo de las expectativas de inflación del mercado o de las primas de riesgo de inflación en las últimas semanas. Las medidas convencionales de las tasas de inflación implícitas y de los tipos *swap* indicados con la inflación se han mantenido en general estables, en comparación con los datos de finales de febrero. El 7 de abril, las tasas de inflación implícitas *spot* a cinco años y diez años se situaron en el 1,8% y el 2,2%, respectivamente (véase gráfico 14). La tasa de inflación implícita *forward* a cinco años dentro de cinco años se situó en el 2,6%.

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

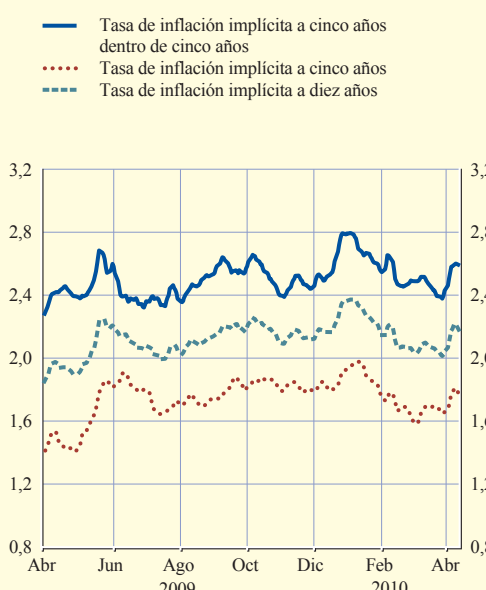
(en porcentaje; medias móviles de cinco días de datos diarios; datos desestacionalizados)



Fuentes: Reuters y cálculos del BCE.

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)



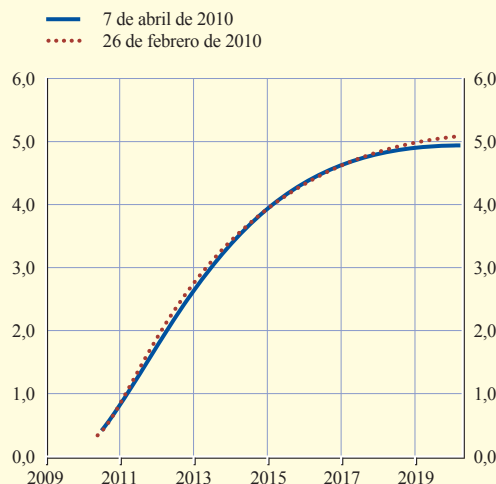
Fuentes: Reuters y cálculos del BCE.

A comienzos de abril, la curva de tipos *forward* implícitos a un día de la deuda pública de la zona del euro no experimentó cambios en ninguno de los plazos, en comparación con finales de febrero, y continuó sugiriendo que los mercados esperan que los tipos de interés oficiales sigan siendo bajos durante cierto tiempo (véase gráfico 15).

Por lo que se refiere a los mercados de renta fija privada, los diferenciales de rendimiento respecto a la deuda pública se estrecharon levemente en el transcurso de marzo, a diferencia de lo ocurrido en meses anteriores, en los que los diferenciales de renta fija privada se ampliaron ligeramente, ante una reducción transitoria de la tolerancia al riesgo. Los diferenciales se estrecharon en mayor medida respecto a los bonos con calificación crediticia BBB– y a la deuda de alta rentabilidad. Pese a ello, estos diferenciales se mantienen por encima de los niveles anteriores a las turbulencias financieras, mientras que los diferenciales respecto a la deuda con calificación más elevada han vuelto a niveles anteriores a la crisis.

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.

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 redujeron o prácticamente no se modificaron en febrero 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 los hogares, 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 parece estar llegando a su fin.

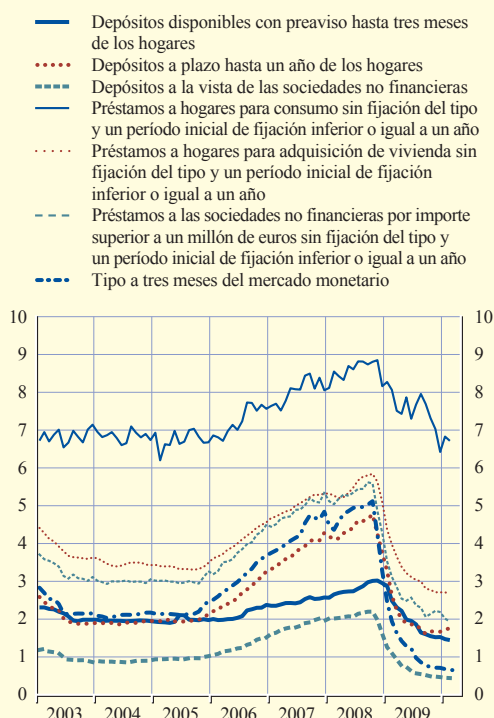
Los tipos de interés a corto plazo aplicados por las IFM a los préstamos y a los depósitos de los hogares y de las sociedades no financieras disminuyeron ligeramente o no registraron variaciones en febrero de 2010 (véase gráfico 16). Más concretamente, aparte del aumento de los tipos de interés medios aplicados a los descubiertos en cuenta de los hogares (9 puntos básicos, hasta el 9%), los tipos a corto plazo aplicados a los préstamos a hogares para adquisición de vivienda se redujeron 4 puntos básicos y registraron un mínimo histórico del 2,7%, mientras que los tipos a corto plazo aplicados al crédito al consumo, más volátiles, experimentaron un descenso de 11 puntos básicos (hasta el 6,7%). 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 de cuantía elevada (esto es, por importe superior a un millón de euros) registraron una leve reducción, situándose en el 4% y el

1,9%, respectivamente. Los tipos de interés aplicados a los préstamos de cuantía reducida (es decir, hasta un millón de euros) prácticamente no se modificaron y se situaron en el 3,3%. 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). Desde que el EURIBOR disminuyó casi 2 puntos básicos en febrero 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 se han estrechado ligeramente (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 febrero de 2010, los tipos de interés a corto plazo de los préstamos a los hogares para adquisición de vivienda y los aplicados a los préstamos a las sociedades no financieras descendieron unos 313 y 353 puntos básicos, respectivamente, frente a una disminución de 431 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.

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

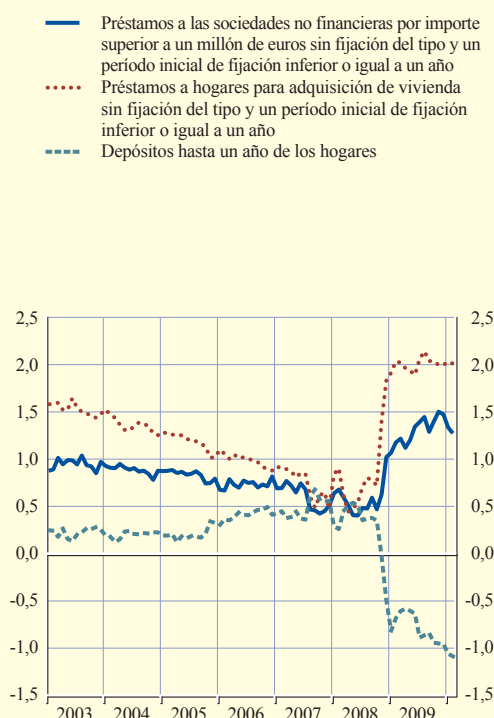
(en porcentaje; tipos de interés de las nuevas operaciones)



Fuente: BCE.

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.

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 también experimentaron un descenso o prácticamente no se modificaron en febrero 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 3 puntos básicos (hasta el 4,3%), 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 6 puntos básicos (hasta el 4,2%). Por lo que se refiere a los tipos de interés a largo plazo aplicados a los préstamos a las sociedades no financieras, los tipos de interés medios aplicados a los préstamos de cuantía elevada con período inicial de fijación del tipo de más de cinco años cayeron 5 puntos básicos, hasta el 3,6%, mientras que los aplicados a estos préstamos con período inicial de fijación del tipo de más de un año y hasta cinco años prácticamente no experimentaron variaciones y se situaron en el 2,9%. Los tipos de interés medios aplicados a los préstamos por importe reducido no registraron variaciones y se situaron en el 4,2% para los préstamos con período inicial de fijación del tipo de más de un año y hasta cinco años, y aumentaron ligeramente, 5 puntos básicos, hasta el 4%, en el caso de los préstamos con período inicial de fijación del tipo de más de cinco años.

Desde el comienzo del período de relajación de la política monetaria en 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 el rendimiento de la deuda pública a largo plazo. Sin embargo, los tipos de interés aplicados a los préstamos a los hogares no han caído tanto como habría cabido esperar a partir de la evolución de los tipos de interés de mercado, lo que es coherente con una transmisión generalmente más lenta en el caso de los hogares, pero es posible que también sea consecuencia del aumento del riesgo de crédito y de la preocupación sobre el valor de las garantías hipotecarias en algunas partes de la zona del euro.

La rentabilidad de las entidades de crédito de la zona del euro depende, entre otros factores, 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. 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 observado durante el segundo semestre de 2009.

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)



Fuente: BCE.

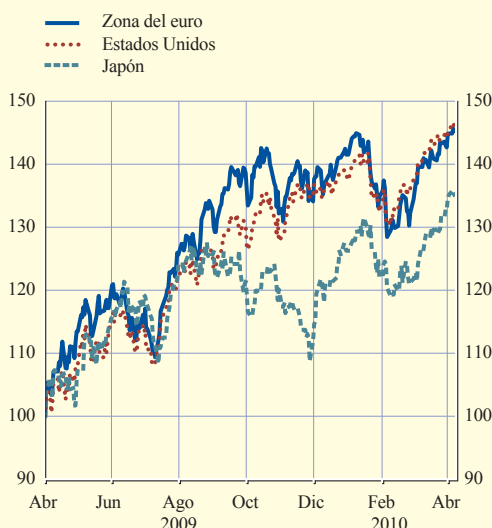
2.6 MERCADOS DE RENTA VARIABLE

Los índices bursátiles de la zona del euro y de Estados Unidos subieron en marzo y se sitúan actualmente en niveles cercanos a los máximos registrados a comienzos de enero. La volatilidad implícita de los mercados de renta variable disminuyó en la zona del euro y experimentó escasos cambios en Estados Unidos. Los precios de las acciones se vieron favorecidos por la publicación de datos económicos generalmente positivos. Los datos de beneficios de las empresas cotizadas de la zona del euro y de Estados Unidos contribuyeron también positivamente a la evolución de los precios de las acciones en marzo.

Los índices bursátiles de la zona del euro y de Estados Unidos subieron un 9,6% y un 7,1%, respectivamente, entre finales de febrero y primeros de abril, situándose actualmente en niveles próximos a los máximos registrados a principios de enero (véase gráfico 19). La subida de los precios de las acciones, que se produjo de forma generalizada en todos los sectores, fue resultado de la publicación de datos económicos positivos y de la renovada tolerancia al riesgo. Durante el mismo período, en Japón las cotizaciones bursátiles, medidas por el índice Nikkei 225, se elevaron de forma incluso más acusada, ganando en torno a un 11,5%. La incertidumbre de los mercados de renta variable de la zona del euro, medida por la volatilidad implícita, siguió disminuyendo en marzo y a comienzos de abril, situándose actualmente en niveles generalmente en línea con los observados antes de las turbulencias financieras que surgieron en el verano de 2007. Mientras tanto, en Estados Unidos la volatilidad implícita se mantuvo prácticamente estable (véase gráfico 20).

Gráfico 19 Índices bursátiles

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

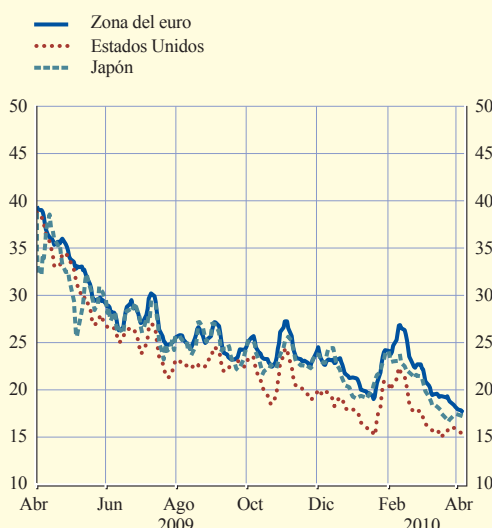


Fuentes: Reuters y Thomson Financial Datastream.

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.

El crecimiento de los beneficios efectivos por acción de las empresas cotizadas de la zona del euro permaneció en niveles reducidos en marzo de 2010. Los de las empresas incluidas en el índice Dow Jones EURO STOXX disminuyeron un 19%. Sin embargo, en marzo el ritmo de descenso fue más moderado que en los últimos meses. El crecimiento de los beneficios por acción esperados en los próximos doce meses se redujo ligeramente, en comparación con los niveles registrados en los últimos meses, situándose en el 24% en marzo. Los datos de las empresas incluidas en el índice Dow Jones EURO STOXX publicados en marzo ofrecieron más sorpresas positivas que negativas.

Los datos macroeconómicos y de beneficios publicados desde el inicio de marzo han contribuido positivamente a la evolución de los precios de las acciones en la zona del euro y en Estados Unidos. La publicación de datos de empleo y de producción industrial de la zona del euro deparó sorpresas positivas. Los mercados reaccionaron también positivamente a la nota de prensa publicada el 16 de marzo por el Comité de Operaciones de Mercado Abierto de la Reserva Federal, que reiteró que los niveles excepcionalmente reducidos del tipo de interés de los fondos federales se mantendrán probablemente durante bastante tiempo. Además, los datos publicados más recientemente señalan perspectivas favorables para la economía mundial. Sin embargo, pese a estas noticias positivas los inversores siguen preocupados respecto a la fortaleza de la recuperación de la demanda de los hogares en la zona del euro y en Estados Unidos. Asimismo, persiste la inquietud de los mercados en torno a las perspectivas para las finanzas públicas de ambas áreas económicas.

3 PRECIOS Y COSTES

Según el avance de Eurostat, la inflación interanual medida por el IAPC se elevó al 1,5% en marzo de 2010, desde el 0,9% de febrero. Este aumento puede estar relacionado, en particular, con el componente energético y con los precios de los alimentos, posiblemente como resultado, en parte, de las condiciones meteorológicas. Se espera que la inflación se mantenga 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 espera una evolución moderada de los precios, los costes y los salarios. Las expectativas de inflación a medio y largo plazo permanecen firmemente ancladas, en línea con el objetivo del Consejo de Gobierno de mantener las tasas de inflación en un nivel inferior, aunque próximo, al 2% a medio plazo. Los riesgos para las perspectivas de inflación están, en general, equilibrados.

3.1 PRECIOS DE CONSUMO

Según el avance de Eurostat, la inflación interanual medida por el IAPC se elevó al 1,5% en marzo de 2010, desde el 0,9% de febrero (véase cuadro 4). Aunque no se han publicado todavía las estimaciones oficiales del detalle del IAPC de marzo, gran parte del aumento de la inflación medida por el IAPC observado entre febrero y marzo puede estar relacionada con la contribución de los componentes de energía y alimentos, cuyos precios parecen haber subido de forma significativa en comparación con el mes anterior, y con el aumento de los precios de las partidas más volátiles de los servicios recreativos dentro del componente de servicios, en particular los de las vacaciones organizadas.

En febrero, la inflación medida por el IAPC descendió 0,1 puntos porcentuales, en relación con enero. El detalle del IAPC de febrero indica que este descenso estuvo determinado, principalmente, por los precios de la energía, ya que las tasas de inflación interanual de los demás componentes del IAPC se mantuvieron, en general, estables o disminuyeron ligeramente (véase gráfico 21). La tasa de variación interanual de los precios del componente energético descendió al 3,1% en febrero, desde el 4% del mes anterior, como consecuencia, básicamente, de la evolución de los precios de los productos energéticos derivados del petróleo (como los combustibles líquidos y los combustibles y lubricantes para vehículos privados), que reflejaron la disminución transitoria de los precios del petróleo observada en febrero.

Cuadro 4 Evolución de los precios

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

	2008	2009	2009 Oct	2009 Nov	2009 Dic	2010 Ene	2010 Feb	2010 Mar
IAPC y sus componentes								
Índice general ¹⁾	3,3	0,3	-0,1	0,5	0,9	1,0	0,9	1,5
Energía	10,3	-8,1	-8,5	-2,4	1,8	4,0	3,1	.
Alimentos no elaborados	3,5	0,2	-1,6	-1,3	-1,6	-1,3	-1,2	.
Alimentos elaborados	6,1	1,1	0,3	0,5	0,7	0,6	0,6	.
Bienes industriales no energéticos	0,8	0,6	0,3	0,2	0,4	0,1	0,0	.
Servicios	2,6	2,0	1,8	1,6	1,6	1,4	1,3	.
Otros indicadores de precios								
Precios industriales	6,1	-5,1	-6,6	-4,4	-2,9	-1,1	-0,5	.
Precios del petróleo (euro/barril)	65,9	44,6	49,8	52,1	51,6	54,0	54,5	59,1
Precios de las materias primas no energéticas	2,1	-18,5	-7,3	-0,8	19,0	27,0	25,1	33,8

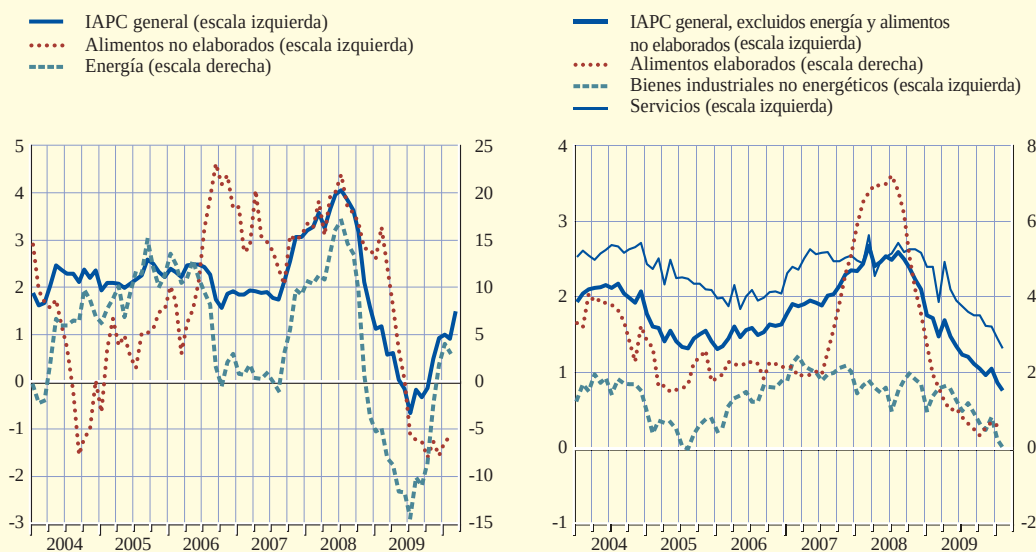
Fuentes: Eurostat, BCE y cálculos del BCE basados en datos de Thomson Financial Datastream.

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 marzo 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.

La tasa de variación interanual de los precios de todos los alimentos (incluidos el alcohol y el tabaco) se mantuvo en el -0,1% en febrero, sin cambios en relación con enero. Los precios de los alimentos no elaborados volvieron a registrar una tasa de variación interanual negativa en febrero, como resultado de las fuertes caídas de los precios de la carne y de las frutas. En febrero, los precios de los alimentos elaborados no experimentaron cambios en comparación con el mes precedente, y partidas como pan y cereales, productos lácteos y aceites y grasas siguieron registrando tasas de variación negativas. Por el contrario, las tasas de variación de los precios del tabaco y de las bebidas alcohólicas siguieron subiendo, muy por encima de sus medias históricas, como consecuencia, fundamentalmente, de modificaciones de los impuestos indirectos en algunos países.

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 descendió, desde el 0,9% de enero al 0,8% de febrero, como resultado de la disminución de la inflación en los precios de los bienes industriales no energéticos y de los servicios. La tasa de variación interanual de los precios de los bienes industriales no energéticos descendió al 0%, desde el 0,1% de enero, continuando la tendencia a la baja observada desde hacía más de un año. Esta evolución se debió, principalmente, a los precios de los bienes de consumo no duradero (aparatos eléctricos para el cuidado personal, productos farmacéuticos, periódicos, etc.) y semiduradero (textiles, calzado, libros, etc.), mientras que la tasa de variación interanual de los precios de los bienes de consumo duradero (especialmente los de los automóviles) aumentó ligeramente en febrero, en comparación con enero. La inflación en los precios de los servicios volvió a disminuir en febrero, hasta el 1,3%, la menor tasa de variación registrada desde mayo de 2000. La desaceleración del crecimiento de los precios de los servicios fue consecuencia, fundamentalmente, del descenso de los precios de los servicios de transporte y de los servicios recreativos y culturales.

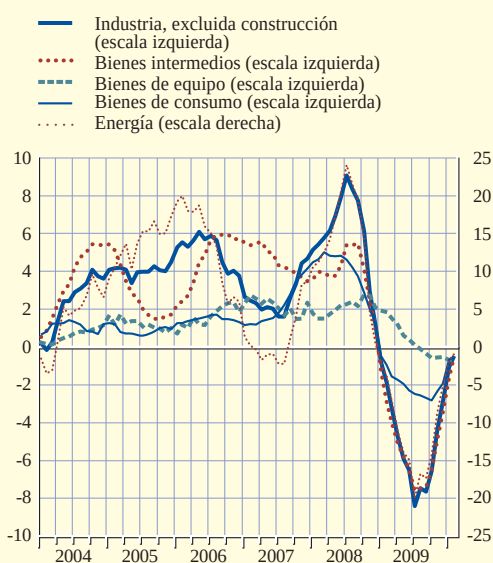
3.2 PRECIOS INDUSTRIALES

Los últimos datos disponibles muestran que, tras más de un año, la tendencia descendente de los precios industriales está tocado fondo. En febrero, la tasa de variación interanual de los precios industriales, excluida la construcción, se elevó al $-0,5\%$, desde el $-1,1\%$ de enero. Esta evolución estuvo determinada, principalmente, por los precios de los componentes de energía y de bienes intermedios, como resultado, en gran medida, de fuertes efectos de base positivos y de recientes incrementos de los precios de la energía y de las materias primas. En las últimas fases de la cadena de producción, la tasa de variación interanual de los precios de los bienes de consumo aumentó en febrero, impulsada sobre todo por los precios de los alimentos (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 marzo (véase gráfico 23). En particular, el índice de precios de los bienes intermedios en el sector manufacturero, que ya se había situado por encima de 60 en febrero, volvió a elevarse en marzo (un valor superior a 50 señala un aumento de las presiones sobre los precios). El correspondiente índice de precios de los bienes intermedios en el sector servicios se elevó también hasta un nivel próximo a 53. Por lo tanto, ambos índices apuntan a un aumento de los costes de los bienes intermedios. El índice de precios cobrados en el sector manufacturero alcanzó el umbral de 50, señalando que los precios se habían mantenido prácticamente estables. El índice de precios cobrados en el sector servicios volvió a subir también, manteniéndose, sin embargo, en un nivel inferior a 50, que indica un descenso continuado de los precios, aunque a tasas inferiores a las de los meses precedentes. Para ambos sectores, aunque especialmente para las manufacturas, la evolución reciente muestra que las empresas tienen

Gráfico 22 Desagregación de los precios industriales

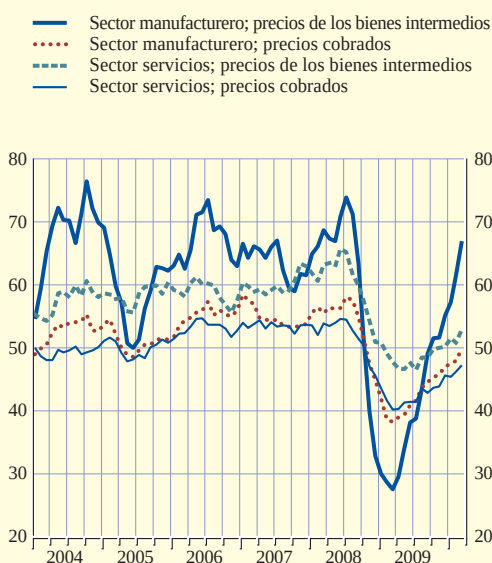
(tasas de variación interanual; datos mensuales)



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.

persistentes dificultades en trasladar el incremento de los precios de los bienes intermedios a sus precios de venta, lo que apunta a una reducción de los márgenes de las empresas de la zona del euro a comienzos de 2010. Tal y como se indica en el recuadro 4, de cara al futuro la mejora de la situación de la demanda y el esperado aumento cíclico de la productividad, en un contexto de debilidad del mercado de trabajo, deberían contribuir a la recuperación de los beneficios de las empresas.

Recuadro 4

EVOLUCIÓN DE LOS BENEFICIOS Y SU COMPORTAMIENTO DESPUÉS DE PERÍODOS DE RECESIÓN

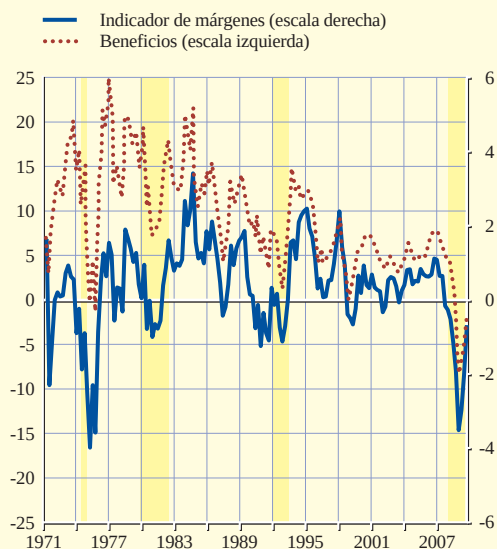
El acusado descenso de la productividad de las empresas, unido a la resistencia de los costes laborales en la crisis de 2008-2009, ha originado una fuerte contracción de los beneficios. Para considerar la evolución actual de los beneficios con cierta perspectiva, en el presente recuadro se analiza más de cerca su evolución en anteriores períodos de recuperación económica, observándose que, históricamente, el crecimiento de los beneficios de las empresas de la zona del euro ha repuntado a un ritmo relativamente rápido, cuando la economía ha empezado a emerger de la recesión. Sin embargo, debido a la profundidad de la recesión de 2008-2009 y a la contracción sin precedentes de la demanda agregada durante este período, las perspectivas a corto plazo para esta variable son muy inciertas.

En el último trimestre de 2009, los beneficios (medidos en términos de excedente bruto de explotación¹) siguieron disminuyendo, un 2% en tasa interanual, aunque mucho más lentamente que en el trimestre anterior, en el que descendieron casi un 6% en tasa interanual. La caída de los beneficios estuvo determinada, principalmente, por el elevado crecimiento de los costes laborales unitarios derivado de los salarios relativamente altos y de las políticas de atesoramiento de trabajo seguidas por las empresas de la zona del euro durante la reciente recesión. Sin embargo, la evolución a corto plazo (medida en términos de tasa de variación intertrimestral) continúa sugiriendo que los beneficios se están recuperando gradualmente después de haber tocado fondo.

Desde una perspectiva a largo plazo, el gráfico A muestra las tasas de variación interanual de los beneficios desde el inicio de los años setenta y las del indicador de márgenes (calculado como el deflactor del PIB al coste de los factores menos los costes laborales unitarios). El indicador de márgenes se utiliza generalmente como aproximación al «margen», es decir, la brecha entre los precios

Gráfico A Indicador de márgenes y beneficios

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Cálculos del BCE basados en datos de Eurostat y en la base de datos del modelo para la zona del euro del BCE de G. Fagan, J. Henry y R. Mestre, «An area-wide model for the euro area», *Economic Modelling*, vol. 22 (1), enero de 2005, pp. 39-59.

Notas: Las zonas sombreadas representan períodos de recesión en la zona del euro, según definición del Comité de Datación de los Ciclos Económicos en la Zona del Euro del Centre for Economic Policy Research (CEPR). El indicador de márgenes se calcula como el deflactor del PIB menos los costes laborales unitarios. Los beneficios se miden en términos de excedente bruto de explotación.

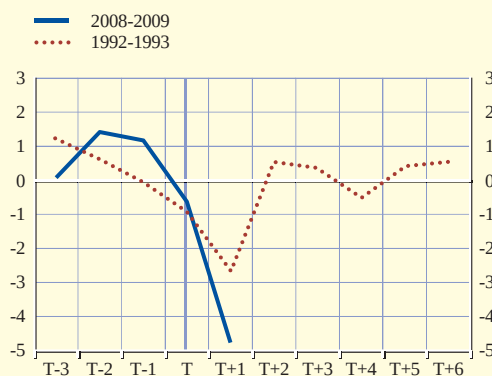
1 Excluida la renta de los trabajadores autónomos.

cobrados por las empresas y el coste de producción. El gráfico A permite hacer varias observaciones, aunque antes de extraer conclusiones hay que tener en cuenta las marcadas diferencias existentes entre los ciclos económicos y el carácter único de cada una de las pasadas recesiones y recuperaciones. En primer lugar, los beneficios de las empresas de la zona del euro y el indicador de márgenes experimentaron fuertes caídas en períodos de recesión precedentes (representados en las zonas sombreadas). En segundo lugar, al término de las recesiones, las dos variables volvieron con relativa rapidez a los niveles anteriores a estos episodios. En las dos recesiones que se produjeron a comienzos de los años ochenta y noventa, los beneficios ya estaban creciendo a tasas de dos dígitos al final del período de recesión. En tercer lugar, basándose en el final de los anteriores episodios de recesión y suponiendo que la recesión actual terminó verdaderamente a mediados de 2009, parece que tanto los beneficios como el indicador de márgenes han ido disminuyendo durante un período de tiempo sin precedentes. Además, en 2009 la tasa de descenso de los beneficios alcanzó niveles históricos.

Los beneficios empresariales tienen una relación estrecha e interdependiente con la actividad económica agregada², aunque los beneficios son mucho más volátiles que el producto y es posible que la globalización pueda, con el tiempo, haber debilitado un poco los vínculos entre los beneficios y la producción interna³. Por lo tanto, la caída sin precedentes de los beneficios registrada en 2009 debe considerarse en función de las medidas disponibles de la brecha de producción, que indican variaciones negativas de esta brecha más acentuadas en 2009 que en la recesión de 1992-1993 (véase gráfico B). La brecha de producción mide el grado de utilización de los factores de producción en la economía y señala la fase del ciclo económico y la posible existencia de presiones inflacionistas. A la hora de extraer conclusiones, es preciso tener en cuenta la disponibilidad limitada de datos y la elevada incertidumbre respecto a las estimaciones de la brecha de producción⁴. No obstante, es probable que unas importantes brechas de producción negativas mermen la capacidad de las empresas para subir los precios de venta.

Gráfico B Variaciones de las estimaciones de la brecha de producción en determinadas recesiones de la zona del euro

(tasas de variación interanual; datos anuales)



Fuente: Base de datos AMECO de la Comisión Europea.
Notas: T representa el año del nivel máximo de actividad económica antes de las recesiones respectivas, según datación del CEPR. Los niveles máximos de actividad en la zona del euro corresponden al primer trimestre de 1992 y al primer trimestre de 2008.

Para poder volver a examinar el comportamiento de los beneficios después de períodos de recesión y para tener en cuenta las diferencias existentes entre las tasas de inflación de los períodos analizados, en el gráfico C se compara la evolución de los beneficios en términos reales (deflactados por el deflactor del valor añadido bruto) antes y después de alcanzarse el nivel máximo de actividad económica anterior a las recesiones respectivas. En comparación con las recesiones precedentes, la caída de los beneficios reales en la recesión de 2008-2009 parece haber sido inicialmente menos grave, pero posteriormente más persistente. La contracción de los beneficios en términos reales registrada en el último trimestre de 2009, es decir, siete trimestres después del nivel máximo de actividad observado en el primer trimestre de 2008,

² Para más detalles, véase el recuadro titulado «Evolución de los márgenes», en el Boletín Mensual de noviembre de 2009.

³ Véase el recuadro titulado «Volatilidad y dispersión por países de los beneficios de las empresas de la zona del euro», en el Boletín Mensual de octubre de 2007.

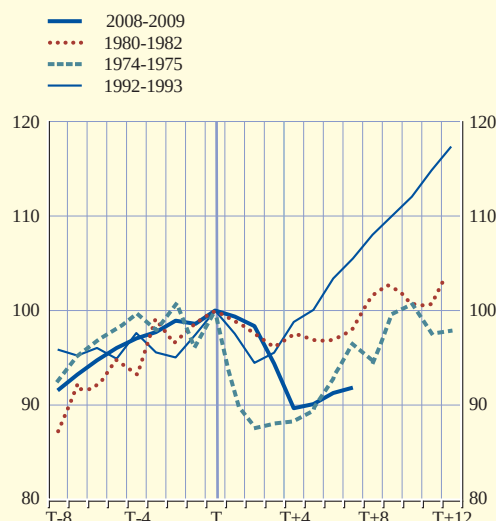
⁴ Véase el recuadro titulado «Estimaciones del producto potencial de la zona del euro», en el Boletín Mensual de julio de 2009.

fue mayor que la registrada en cualquiera de los anteriores episodios de recesión. Entre los distintos motivos que pueden explicar este patrón, cabe señalar que, hasta el momento, la desaceleración del crecimiento de la remuneración de los asalariados ha sido más moderada en la última recesión que en los episodios precedentes⁵. La caída de los beneficios está también relacionada con un ajuste menos pronunciado del empleo, en comparación con las desaceleraciones cíclicas anteriores.

De cara al futuro, la mejora de la situación de la demanda y el aumento cíclico de la productividad esperado en un contexto de debilidad del mercado de trabajo debería contribuir a que los beneficios sigan recuperándose desde los niveles mínimos que habían alcanzado, de una manera generalmente similar a la observada en anteriores fases cíclicas expansivas. También es probable que las reestructuraciones y las medidas de reducción de costes adoptadas por las empresas en la zona del euro sigan influyendo favorablemente en los beneficios⁶. Sin embargo, con toda probabilidad una brecha de producción todavía amplia y negativa limitará durante cierto tiempo la capacidad de las empresas para subir los precios de venta y volver a ser rentables.

Gráfico C Crecimiento real de los beneficios en las recesiones de la zona del euro

(índice: máximo = 100)



Fuentes: Véase gráfico A.

Notas: T representa el trimestre del nivel máximo de actividad económica antes de las recesiones respectivas, según datación del CEPR. Los niveles máximos de actividad en la zona del euro corresponden al tercer trimestre de 1974, al primer trimestre de 1980, al primer trimestre de 1992 y al primer trimestre de 2008. Los beneficios nominales están deflactados por el deflactor del valor añadido.

5 Véase el artículo titulado «La última recesión en la zona del euro en un contexto histórico», en el Boletín Mensual de noviembre de 2009.

6 Las conclusiones de la Red de Investigación sobre la Dinámica Salarial (*Wage Dynamics Network*) del Eurosistema indican que las empresas reaccionan principalmente ante perturbaciones permanentes imprevistas de la demanda reduciendo los costes no salariales (78% de los encuestados). Véase el artículo titulado «Nueva evidencia procedente de una encuesta sobre el proceso de determinación de los salarios en Europa», en el Boletín Mensual de febrero de 2009.

3.3 INDICADORES DE COSTES LABORALES

En el cuarto trimestre de 2009 prosiguió el descenso de la tasa de crecimiento interanual de los indicadores de costes laborales, confirmando la tendencia iniciada a finales de 2008 (véanse gráfico 24 y cuadro 5).

Cuadro 5 Indicadores de costes laborales

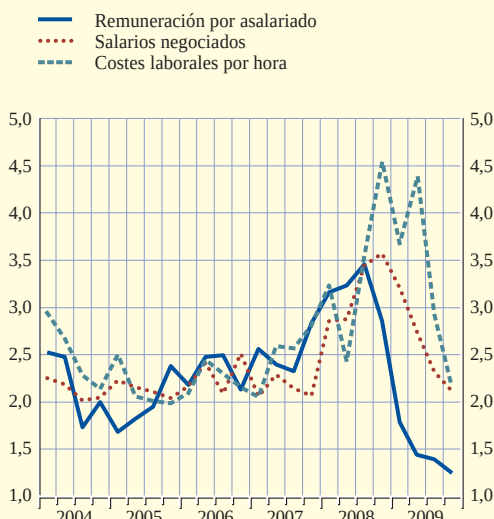
(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

	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.

Gráfico 24 Indicadores de costes laborales

(tasas de variación interanual; datos trimestrales)



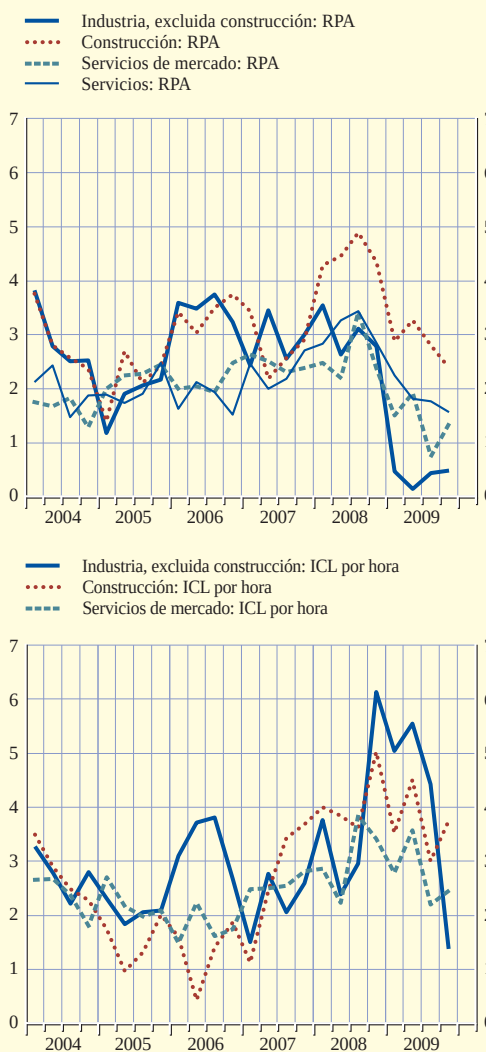
Fuentes: Eurostat, datos nacionales y cálculos del BCE.

La tasa de crecimiento interanual de los salarios negociados de la zona del euro disminuyó al 2,1% en el último trimestre de 2009, desde el 2,3% del tercer trimestre. En estos momentos, la tasa de la zona del euro está, en general, en línea con las tasas de crecimiento observadas en el período 2004-2007, aunque sigue siendo bastante alta, dada la debilidad del mercado de trabajo. El nivel relativamente elevado de este indicador se debe a que incluye varios convenios salariales negociados en 2008, cuando existían muchas más tensiones en el mercado de trabajo. No obstante, el descenso registrado recientemente confirmó que el crecimiento de los salarios negociados en la zona del euro mantiene la trayectoria descendente iniciada al comienzo de 2009. La información disponible sugiere que la tasa de crecimiento interanual de los salarios negociados puede haber vuelto a disminuir a principios de 2010.

Eurostat ha publicado recientemente, por primera vez, datos de horas trabajadas, que permiten calcular la remuneración por hora. Los datos publicados reflejan los planes de reducción de las horas de trabajo puestos en marcha en varios países de la zona del euro, al poner de manifiesto una fuerte reducción de las horas trabajadas por asalariado (en tasas de crecimiento interanual) a finales de 2008 y principios de 2009. Las horas trabajadas siguieron disminuyendo en el segundo semestre de 2009, aunque a un ritmo más lento. En general, la reducción de las horas trabajadas va acompañada, con frecuencia, de un recor-

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.

te menos que proporcional de la remuneración, lo que ayuda a comprender mejor la evolución observada de los costes laborales por hora y de la remuneración por asalariado.

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 de forma significativa, 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, principalmente, un ritmo de descenso más lento de las horas trabajadas por asalariado, en particular en el sector industrial, en el que el crecimiento de los costes laborales por hora cayó al 1,4% en el cuarto trimestre de 2009, desde el 4,4% del trimestre anterior (véase gráfico 25).

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. La fuerte reducción de las horas trabajadas por asalariado a finales de 2008 y principios de 2009 supuso la apertura de una amplia brecha entre la evolución de la remuneración medida por persona y la de la remuneración medida por hora, debido, en parte, a los motivos expuestos anteriormente. Sin embargo, los datos correspondientes al último trimestre de 2009 apuntaban a una reducción mucho menor de las horas trabajadas por persona, lo que fue cerrando la brecha entre la remuneración por persona y por hora.

La desaceleración de la tasa de crecimiento interanual de la remuneración por asalariado, unida a una nueva importante mejora de la productividad, ambas medidas por persona, 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, lo que representó una marcada diferencia con respecto al máximo de casi el 6% alcanzado en el primer trimestre del año.

3.4 PERSPECTIVAS DE INFLACIÓN

Se espera que la inflación medida por el IAPC se mantenga 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 espera una evolución moderada de los precios, los costes y los salarios.

Los riesgos para las perspectivas de inflación están, en general, equilibrados. Estos riesgos están relacionados, en particular, con las perspectivas de actividad económica y 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.

4 PRODUCTO, DEMANDA Y MERCADO DE TRABAJO

Según la segunda estimación de Eurostat, y tras un período de acusado descenso, la actividad económica de la zona del euro creció un 0,4% en el tercer trimestre de 2009, mientras que el PIB real se estabilizó en el cuarto trimestre. Este crecimiento de la actividad se benefició de la recuperación en curso en la economía internacional, de los significativos estímulos macroeconómicos y de las medidas adoptadas para restablecer el funcionamiento del sistema bancario. Los indicadores disponibles, en especial la nueva información favorable procedente de las encuestas de opinión, sugieren que la recuperación económica continuó en la zona del euro en los primeros meses de 2010, aunque podría haberse visto afectada negativamente por varios factores especiales, entre los que se incluyen las adversas condiciones meteorológicas. Como consecuencia, es probable que el crecimiento del PIB real haya seguido teniendo un comportamiento desigual en torno al cambio de año, lo que aconseja ir más allá de la volatilidad intertrimestral y comparar la evolución del crecimiento en términos semestrales.

De cara al futuro, se espera que el PIB real continúe creciendo a un ritmo moderado en el año actual, dado que las bajas tasas de utilización de la capacidad productiva probablemente contengan la inversión, y se prevé que las débiles perspectivas de los mercados de trabajo reduzcan el crecimiento del consumo. Además, el proceso de ajuste de los balances en los distintos sectores, tanto dentro como fuera de la zona del euro, continuará. Los riesgos para las perspectivas económicas se mantienen prácticamente equilibrados, en un clima marcado por la incertidumbre.

4.1 PIB REAL Y COMPONENTES DE LA DEMANDA

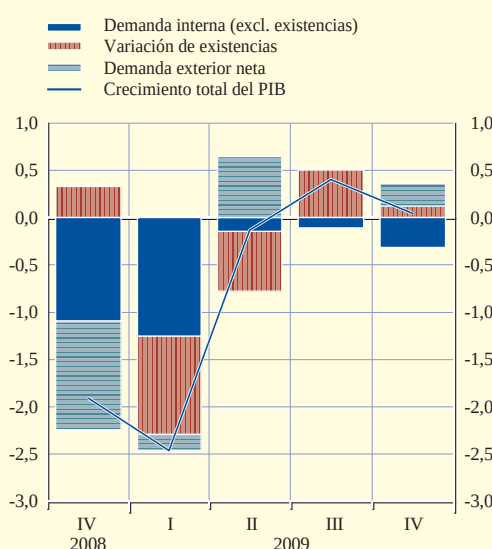
Según la segunda estimación de Eurostat, el PIB real de la zona del euro se había estabilizado en el último trimestre de 2009, frente al incremento intertrimestral del 0,4% registrado en el período de tres meses anterior (véase gráfico 26). La pausa observada en el crecimiento del PIB real en el cuarto trimestre de 2009 confirma que es probable que la recuperación de la zona del euro siga una senda desigual, tras cinco trimestres consecutivos de contracción del PIB desde el segundo trimestre de 2008 hasta el segundo trimestre de 2009. Los indicadores disponibles señalan una recuperación durante los primeros meses de 2010.

El crecimiento intertrimestral del PIB en el último trimestre de 2009 se revisó a la baja en 0,1 puntos porcentuales, según la segunda estimación de Eurostat. Esta revisión fue consecuencia de una mayor contribución negativa de la demanda interna, excluida las existencias, de una aportación menos positiva de la demanda exterior neta y de una reducida contribución positiva de las existencias.

La contribución negativa de 0,3 puntos porcentuales (cifra revisada a la baja desde -0,2 puntos porcentuales) de la demanda interna, excluidas las existencias, reflejó la atonía del consumo privado y el descenso del consumo y la inversión públicas. La mayor aportación negativa de la demanda interna, en comparación con

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.

la primera estimación, se debió fundamentalmente a una importante disminución de la inversión.

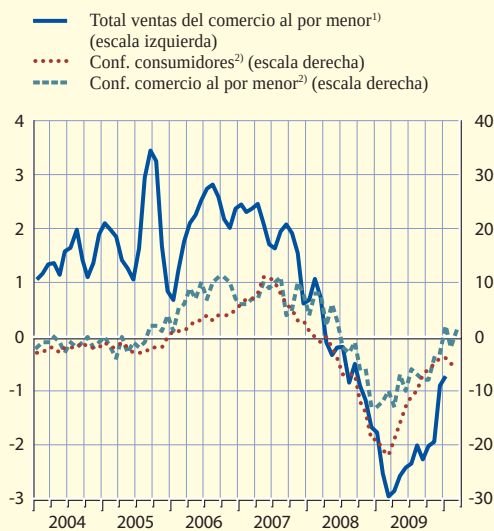
El consumo privado, en tasa intertrimestral, se estancó en el cuarto trimestre de 2009, tras descender un 0,1% en el tercer trimestre del año. La continua debilidad de la renta real disponible de los hogares, que ha tenido su origen principalmente en la reducción del empleo, ha sido el factor determinante de la falta de dinamismo del consumo en los últimos trimestres. Los indicadores disponibles sugieren que el gasto en consumo mantuvo su atonía a comienzos de 2010. En enero, las ventas del comercio al por menor se redujeron un 0,3% en comparación con el mes anterior, tras un incremento del 0,5% en diciembre de 2009 (véase gráfico 27). En términos de medias móviles de tres meses, las ventas del comercio al por menor cayeron un 0,2% en enero, la misma tasa de descenso que la observada en el último trimestre de 2009. Incluyendo las matriculaciones de automóviles, las ventas del comercio al por menor registraron una caída mucho mayor en enero (el 1,2% en tasa intermensual), ya que las matriculaciones se redujeron un 9,2% ese mes. Sin embargo, en febrero aumentaron un 2,7%, el primer incremento observado desde octubre de 2009. A pesar de la reciente mejora de este indicador, la reducción general de las matriculaciones de automóviles desde el último trimestre de 2009 confirma que los efectos de las ayudas públicas fueron, efectivamente, de carácter transitorio y que se está invirtiendo la tendencia en lo que se refiere a las matriculaciones. Además, la confianza de los consumidores, que había seguido una tendencia ascendente a lo largo de 2009, disminuyó en febrero de 2010 y se mantuvo sin cambios en marzo, permaneciendo en niveles por debajo de su media a largo plazo. En resumen, la información reciente apunta a la debilidad del consumo privado en el primer trimestre de 2010.

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. Si se compara con la primera estimación, la tasa de crecimiento de la inversión se revisó a la baja en 0,5 puntos porcentuales. 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. A pesar del nuevo descenso observado en el segundo semestre de 2009, la evolución reciente señala una mejora, especialmente en vista de la caída tan significativa registrada en la inversión durante la recesión económica. La desagregación de la inversión en el cuarto trimestre de 2009 muestra que, de nuevo, la reducción de la inversión estuvo determinada, en gran medida, por el componente de construcción, que disminuyó un 1,9%, en tasa intertrimestral, una tasa de contracción ligeramente más elevada 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.

En cuanto a los indicadores disponibles sobre la inversión en la zona del euro a comienzos de 2010, la producción de la construcción descendió en enero un 2,2%, en tasa intermensual, y un 3%, en términos

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.

de medias móviles de tres meses, frente al 2,2% del último trimestre de 2009. La contracción que se observó en enero fue especialmente acusada en Alemania, pues la actividad en este sector se vio afectada por unas condiciones meteorológicas inusualmente adversas. Aunque es probable que el impacto negativo de las condiciones meteorológicas se modifique en lo que resta de año, se prevé que su efecto moderador afecte a las cifras correspondientes al primer trimestre de 2010. En lo que se refiere a la inversión, excluida la construcción, la producción industrial de los bienes de equipo —un indicador de la evolución futura— aumentó ligeramente en enero con respecto al último trimestre de 2009. La inversión, especialmente en el componente que excluye la construcción, puede que mejore de nuevo en los próximos trimestres, pero es probable que, en general, siga siendo débil. En el recuadro 5 se analizan las perspectivas de la inversión a corto plazo en la zona del euro.

Por lo que respecta a la evolución del comercio, el repunte del comercio fué algo más lento en el último trimestre de 2009, situándose las tasas de crecimiento de las exportaciones y de las importaciones en el 1,9% y en el 1,3%, respectivamente, frente a tasas próximas al 3% en el trimestre anterior. A causa de la desaceleración más pronunciada del crecimiento de las importaciones, la demanda exterior neta contribuyó positivamente, con 0,2 puntos porcentuales, al crecimiento del PIB real en el último trimestre de 2009. Los últimos datos sugieren que el crecimiento del comercio en la zona del euro se mantuvo prácticamente estable a comienzos de 2010.

Las existencias contribuyeron positivamente al crecimiento intertrimestral del PIB en el tercer trimestre y también realizaron una reducida aportación positiva en el último trimestre de 2009, según la segunda estimación de Eurostat, que revisó esta contribución de cero a 0,1 puntos porcentuales. De cara al futuro, tanto las encuestas como la evidencia anecdótica sugieren que el ritmo de desacumulación de existencias está ralentizándose en la zona del euro. Como resultado, las existencias podrían contribuir positivamente al crecimiento del PIB de la zona del euro en el primer trimestre de 2010. No obstante, la magnitud de esa contribución sigue siendo incierta, puesto que depende de la rapidez con que repunte la demanda y de la medida en que las empresas revisen sus expectativas relativas a la actividad. Además, existe alguna incertidumbre estadística ligada a la manera en que se estiman las existencias.

Recuadro 5

INVERSIÓN EMPRESARIAL, UTILIZACIÓN DE LA CAPACIDAD PRODUCTIVA Y DEMANDA

La inversión ha descendido considerablemente en la zona del euro durante la reciente recesión, y ha seguido disminuyendo, aunque más lentamente, desde el inicio de la recuperación observada en el segundo semestre de 2009. En este recuadro se analizan las perspectivas de inversión de la zona del euro en el corto plazo, teniendo en cuenta las perspectivas de la utilización de la capacidad productiva y de la demanda.

Desde el comienzo de la reciente recesión, en el segundo trimestre de 2008, la participación de la inversión en el PIB de la zona del euro ha disminuido en torno a 2,5 puntos porcentuales. Como puede observarse en el gráfico A, partiendo de un nivel más elevado, esta participación se ha reducido en mayor medida durante la reciente recesión que durante la anterior de principios de los noventa¹, aunque se situaba, a finales de 2009, en tasa comparable a la observada en el mínimo cíclico re-

1 A comienzos de los años noventa, la participación de la inversión en el PIB se redujo 2,1 puntos porcentuales desde el máximo hasta el mínimo cíclico. Para una comparación histórica más detallada de la inversión en la zona del euro durante las recesiones, véase el recuadro 5 titulado «Inversión de la zona del euro durante la recesión actual», en el Boletín Mensual de julio de 2009.

gistrado después de la recesión precedente, es decir, alrededor del 20% (véase gráfico A).

En lo que se refiere al pasado más reciente, el gráfico B muestra la contribución de los componentes al crecimiento de la inversión total, a partir de un año antes de que comenzara la reciente recesión. En el gráfico se observa que, durante el segundo semestre de 2009, la inversión de la zona del euro disminuyó básicamente como consecuencia de la caída de la inversión en construcción, mientras que los dos principales componentes de la inversión, excluida la construcción (productos metálicos y maquinaria, y material de transporte), no experimentaron prácticamente cambios, tras el acusado descenso registrado el año anterior.

En la actual fase de recuperación de la actividad económica, existe un alto grado de incertidumbre en torno a las perspectivas de inversión empresarial de la zona del euro. La evidencia histórica muestra que la recuperación de la inversión después de una crisis financiera tiende a no ser tan pronunciada como después de una recesión que no esté ligada a una crisis financiera, dado que una recuperación del gasto de capital suele requerir una mayor financiación externa, que puede ser difícil de conseguir si se han endurecido las condiciones de concesión de crédito². En la situación actual, los datos más recientes sobre las expectativas de beneficios proporcionados por los analistas financieros sugieren que las perspectivas de financiación interna de las sociedades no financieras de la zona del euro han mejorado, aunque partiendo de un nivel bajo, lo que posiblemente reduzca la necesidad de financiación externa para un determinado nivel de inversión. No obstante, desde el inicio de las turbulencias financieras las condiciones aplicables a los préstamos bancarios a empresas se han endurecido de forma significativa. Aunque existen señales recientes de que este endurecimiento de los criterios de aprobación del crédito se ha relajado, es probable que persistan ciertas restricciones al crédito bancario durante la recuperación económica³.

² Véase el artículo titulado «La última recesión en la zona del euro en un contexto histórico», en el Boletín Mensual de noviembre de 2009.

³ La encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro de enero de 2010 indica que el porcentaje neto de entidades de crédito que señalan un endurecimiento de los criterios de aprobación del crédito a empresas siguió disminuyendo en relación con el máximo alcanzado en el segundo semestre de 2008 (64%), aunque se mantuvo en un nivel prácticamente neutro (3%) en el cuarto trimestre de 2009.

Gráfico A Participación de la inversión en el PIB

(en porcentaje)

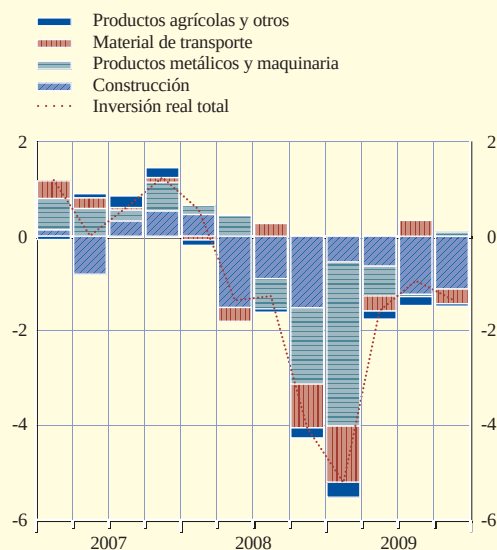


Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: Los cálculos del BCE están basados en datos de Eurostat y en la base de datos del modelo general para la zona del euro (AWM) (<http://www.eabcn.org/data/awm/index.htm>). La participación se calcula en términos reales.

Gráfico B Crecimiento intertrimestral de la inversión real de la zona del euro y contribución de los componentes

(tasas de variación intertrimestral y contribuciones en puntos porcentuales)



Fuente: Cálculos del BCE basados en datos de Eurostat.

Nota: Las últimas observaciones se refieren al último trimestre de 2009.

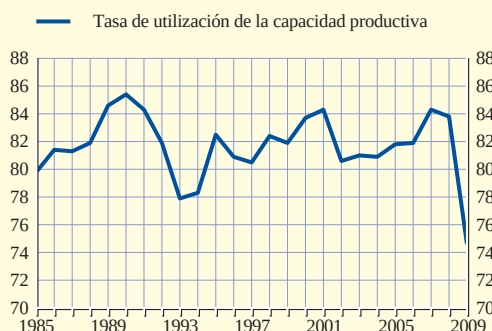
La existencia de una capacidad productiva sin utilizar es otro factor que afecta también a las perspectivas de inversión. Su magnitud es consecuencia de la fuerte caída de la demanda, en el contexto de la disminución de la capacidad productiva existente, que se refleja en el *stock* de capital. Dado que el *stock* de capital representa la acumulación de inversiones pasadas, se ajusta lentamente a cambios en la actividad económica. La lenta respuesta del *stock* de capital a cambios en la inversión explica, en parte, porqué durante la reciente recesión, los resultados de las encuestas sobre la tasa de utilización de la capacidad productiva en las manufacturas apuntaban a un fuerte descenso (véase gráfico C). Sin embargo, puesto que los bienes de inversión tardan en incorporarse al *stock* de capital existente, mientras que este sigue depreciándose, con toda probabilidad la tasa de utilización de la capacidad productiva se elevará gradualmente con el tiempo, aunque su respuesta podrá ser más rápida si se produce una recuperación de la demanda.

No es sorprendente que gran parte de la disminución de la inversión observada durante la reciente recesión se debiera a la reducción de la demanda total. Aunque los datos de las encuestas sobre la confianza industrial se recuperaron en el transcurso del segundo trimestre de 2009, las cifras más recientes se mantienen por debajo de la media a largo plazo, y las encuestas de la Comisión Europea muestran que la falta de demanda es el factor principal que limita la producción (véase gráfico D).

De cara al futuro, se espera que el bajo coste real de la financiación sostenga la inversión empresarial. Al mismo tiempo, en un contexto en el que las empresas están reestructurando sus balances, una mayor necesidad de financiación externa podría chocar con un endurecimiento de las condiciones de concesión de crédito. En general, en un clima de incertidumbre y de moderadas perspectivas de demanda, es probable que únicamente se observe una ligera aceleración del crecimiento de la inversión empresarial de la zona del euro en el corto plazo.

Gráfico C Tasa de utilización de la capacidad productiva

(en porcentaje)



Fuentes: Encuestas de opinión de la Comisión Europea y cálculos del BCE.

Gráfico D Indicadores recientes de inversión empresarial

(datos estandarizados para el período comprendido entre el primer trimestre de 1992 y el cuarto trimestre de 2008)



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

Notas: Las series representadas en el gráfico no tienen unidad, ya que están estandarizadas. Por ejemplo, +2 indica que el valor se sitúa dos desviaciones típicas por encima de la media.

4.2 PRODUCTO, OFERTA Y MERCADO DE TRABAJO

La segunda estimación de Eurostat mostró que la estabilidad del valor añadido real, en términos intertrimestrales, durante el último trimestre de 2009 reflejó una actividad prácticamente nula en el sector indus-

trial y una actividad ligeramente más elevada en la rama de servicios, mientras que continuaba la desaceleración en la construcción. En concreto, el valor añadido de la industria (excluida la construcción) se redujo un 0,1% en tasa intertrimestral, con respecto a la tasa de crecimiento del 2,4% registrada en el trimestre previo. El valor añadido de los servicios aumentó un 0,2%, mostrando que la actividad en el sector mejoró marginalmente, tras haber permanecido estancada en el trimestre anterior. El valor añadido de la construcción se redujo un 1,2%, una tasa prácticamente acorde con los descensos observados en los tres trimestres del año precedentes, pero mucho más reducida que a finales de 2008. En el recuadro 6 se examina la evolución en los distintos sectores económicos en esta fase inicial de la recuperación cíclica y se analiza la medida en que esta difiere de la evolución seguida en períodos de recuperación anteriores.

Recuadro 6

LA ACTUAL RECUPERACIÓN DE LA ZONA DEL EURO EN LOS DISTINTOS SECTORES ECONÓMICOS DESDE UNA PERSPECTIVA HISTÓRICA

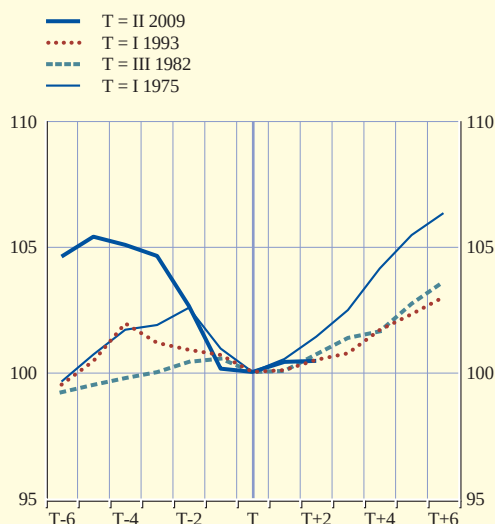
Después de registrarse la recesión más acusada desde la Segunda Guerra Mundial, el PIB de la zona del euro tocó fondo en el segundo trimestre de 2009 y, desde entonces, su recuperación ha sido moderada. En este recuadro se presta una estrecha atención a la evolución del PIB de la zona del euro en esta fase inicial de recuperación cíclica y se analiza hasta qué punto es comparable con la de períodos de recuperación anteriores. Se pasa luego a examinar cómo se ha desarrollado la actividad en los distintos sectores económicos y cómo ha contribuido al comportamiento del PIB en los dos últimos trimestres. Se identifican asimismo los puntos en común y las diferencias con respecto a la evidencia histórica.

En el gráfico A se compara la evolución del PIB en la fase inicial de la recuperación actual hasta el cuarto trimestre de 2009 con la de las recuperaciones posteriores a las tres recesiones que se han registrado en la zona del euro desde 1970, donde T marca los respectivos mínimos cíclicos. El gráfico muestra que, mientras que la recuperación trimestral del PIB en el tercer trimestre del 2009 se encuentra entre las tasas de crecimiento iniciales más altas posteriores a los mínimos de las recesiones, el estancamiento del PIB en el cuarto trimestre de 2009 hace que la mejora actual sea la más débil en esta fase de la recuperación, aunque no se halla demasiado alejada del conjunto de experiencias anteriores. No obstante, el gráfico también pone de relieve que las caídas observadas en el PIB durante la reciente recesión son mucho más pronunciadas que en las anteriores. Si se mide desde el máximo al mínimo cíclico, el PIB se redujo un 5,2% en la recesión registrada en 2008-2009, que supone más del doble de la disminución observada en la segunda recesión más acusada desde 1970. Si se compara con esta pérdida de producción durante la recesión, la recuperación desde el mínimo cíclico observado en el segundo trimestre de 2009 parece muy moderada, y el PIB se sitúa actualmente muy por debajo de su máximo anterior a la recesión. Ello muestra que, en contraposición con las recuperaciones posteriores a las recesiones precedentes registradas en la zona del euro, en las que PIB recuperó los niveles previos a la recesión en unos trimestres, en la recuperación actual se esperan pérdidas de producción mucho más prolongadas, como es habitual en las recuperaciones posteriores a las crisis financieras¹.

1 Véanse, por ejemplo, S. Claessens, M. Klose y M. Terrones, «What Happens During Recessions, Crunches and Busts», *IMF Working Papers*, n.º 274, FMI, 2008; Capítulo 3 de las Perspectivas de la Economía Mundial de abril de 2009; Capítulo 4 de las Perspectivas de la Economía Mundial de octubre de 2009; y el artículo titulado «La última recesión de la zona de la zona del euro en un contexto histórico», en el Boletín Mensual del BCE de noviembre de 2009.

Gráfico A PIB de la zona del euro en las recuperaciones

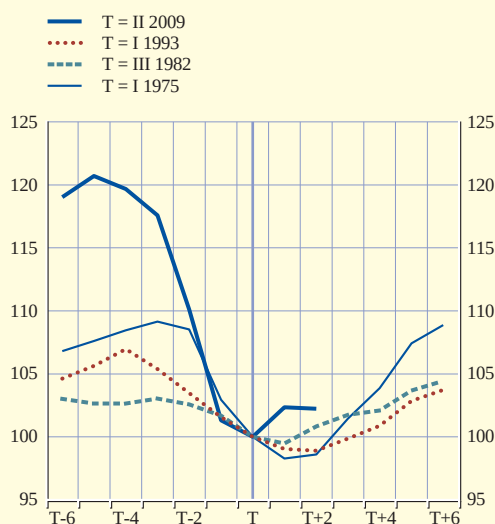
(índice; T = 100; T representa el mínimo cíclico del PIB)



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

Gráfico B Valor añadido de la industria en la zona del euro (excluida la construcción) en las distintas recuperaciones

(índice; T = 100; T representa el mínimo cíclico del PIB)



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

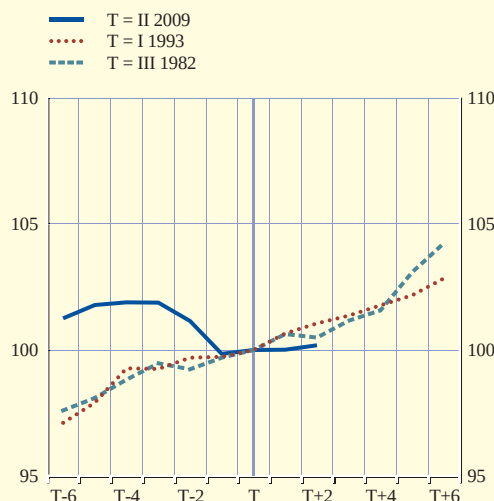
Nota: Los datos de valor añadido de la industria anteriores a 1980 se aproximan por los datos de producción industrial (excluida la construcción).

Los períodos de recuperación anteriores han mostrado diferencias muy claras en el patrón de evolución de la actividad en los distintos sectores, que también están relacionadas con sus características durante las fases de recesión previas (véanse gráficos B a D). La actividad en el sector industrial, que es altamente cíclica y que, en pasadas recesiones, ha registrado las contracciones más acusadas, mejoró claramente durante las recuperaciones ulteriores, aunque generalmente con un desfase de uno o dos trimestres en relación con el mínimo cíclico del PIB. Este patrón transitorio está relacionado con la evolución de la actividad en el sector servicios (para el que solo se dispone de datos a partir de 1980), que registró un crecimiento más lento, pero sostenido, durante las recesiones previas y que se aceleró de forma moderada durante los repuntes subsiguientes. Tras los mínimos cíclicos observados en el PIB durante las recuperaciones anteriores, esta aceleración en el ritmo de crecimiento del importante sector servicios fue lo suficientemente significativa como para compensar el efecto de la contracción en curso, aunque cada vez más moderada, en el mucho más pequeño sector industrial. Se observa un desfase mucho mayor en la recuperación de la actividad en relación con el PIB en el pequeño sector de la construcción (para el que, nuevamente, solo se dispone de datos a partir de 1980) en el repunte posterior a la recesión de 1992-1993, período en que la actividad siguió contrayéndose durante otros tres trimestres después de que el PIB alcanzara el mínimo cíclico. Sin embargo, la mejora simultánea en la actividad de la construcción tras la recesión de 1980-1982 pone de manifiesto que ello no es una característica común de la evolución de la actividad constructora durante las recuperaciones.

Los gráficos ilustran también que, en contraposición con las recuperaciones previas, hasta el momento el repunte del PIB ha venido determinado, en gran medida, por mejoras en la actividad industrial. El valor añadido de la industria se incrementó marcadamente hasta el cuarto trimestre de 2009, de forma mucho más acusada que los aumentos observados en fases similares de las recuperaciones anteriores, y los datos de producción industrial disponibles hasta enero de 2010 ponen de manifiesto

Gráfico C Valor añadido de los servicios en la zona del euro en las distintas recuperaciones

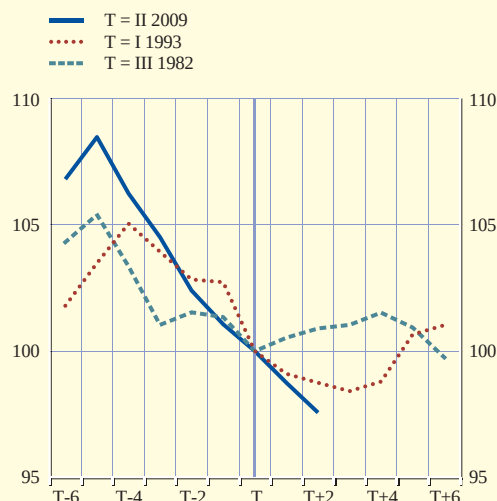
(índice; T = 100; T representa el mínimo cíclico del PIB)



Fuentes: Eurostat y cálculos de los expertos del BCE.

Gráfico D Valor añadido de la construcción en la zona del euro en las distintas recuperaciones

(índice; T = 100; T representa el mínimo cíclico del PIB)



Fuentes: Eurostat y cálculos de los expertos del BCE.

una recuperación en el sector industrial aún más pronunciada. El repunte de la demanda mundial, además de los planes de apoyo públicos (sobre todo, las ayudas a la sustitución de automóviles), contribuyeron a esta recuperación. Sin embargo, pese a este incremento, el nivel de actividad en este sector sigue situándose significativamente por debajo de los máximos anteriores a la recesión (en torno al 15%). En recuperaciones pasadas, la actividad industrial volvió a los niveles previos a la recesión en períodos ligeramente más prolongados que aquellos durante los que los había perdido. No obstante, incluso si se tienen en cuenta las favorables señales procedentes de los indicadores coyunturales de la actividad industrial, parece improbable que dicha senda pudiera también registrarse en la recuperación actual.

Otra característica sobresaliente del repunte de la actividad industrial en la recuperación actual se refiere a sus movimientos simultáneos al PIB, lo que está relacionado con la excepcional debilidad del valor añadido de los servicios en la reciente recesión y también en el período posterior. En contraste con lo ocurrido en recesiones anteriores, en las que el valor añadido del sector servicios continuó creciendo, este se contrajo claramente en la recesión observada en 2008-2009, contribuyendo con ello a la excepcional intensidad de esta recesión, y se ha mantenido prácticamente estancado desde entonces. Así pues, esta vez la actividad en los servicios no fue capaz de contrarrestar el lento descenso de la actividad industrial al final de la recesión y puede señalarse como la fuente principal del repunte bastante moderado que se observó en el PIB en relación con las recuperaciones previas. La desagregación de los servicios revela que los servicios de mercado, es decir, el comercio y el transporte y los servicios financieros y empresariales, fueron la causa del comportamiento tan inusualmente débil de la actividad en los servicios tanto en la reciente recesión como en la recuperación subsiguiente, manteniéndose el valor añadido prácticamente estancado desde el segundo trimestre de 2009 en el caso del comercio y el transporte, y cayendo incluso por debajo de su nivel en el segundo trimestre de 2009 en el caso de los servicios financieros y empresariales. Por el contrario, los servicios relacionados con el sector público crecieron de forma continuada durante la reciente

recesión y en los primeros trimestres de la recuperación, lo que está muy en línea con las experiencias previas, y, por lo tanto, representa la segunda fuente de crecimiento de esta recuperación, después del sector industrial. En general, la debilidad en el sector servicios refleja el estancamiento actual de la demanda interna. Los indicadores de coyuntura sugieren que, en el futuro próximo, la actividad en los servicios podría recuperarse de forma bastante moderada.

La evolución del valor añadido de la construcción ha sido incluso más negativa que la del valor añadido de los servicios en los últimos trimestres, a pesar de haberse beneficiado de los planes de apoyo públicos. Esta evolución muestra la existencia de una contracción en curso incluso después de haberse alcanzado el mínimo del PIB. La comparación con la evolución que se observó en las recuperaciones pasadas pone de manifiesto que, si bien este patrón tiene precedentes, no es una característica común a todas las recuperaciones. La magnitud de las pérdidas de producción registradas en la construcción desde los máximos anteriores a la recesión supera también en este sector las experimentadas en las dos recesiones anteriores. En la recuperación que se registró tras la recesión de 1992-1993, la contracción de la actividad constructora continuó mucho más allá de la fase de repunte del PIB en que nos encontramos actualmente, y los indicadores de coyuntura sugieren que tal debilidad persistirá también en la recuperación actual.

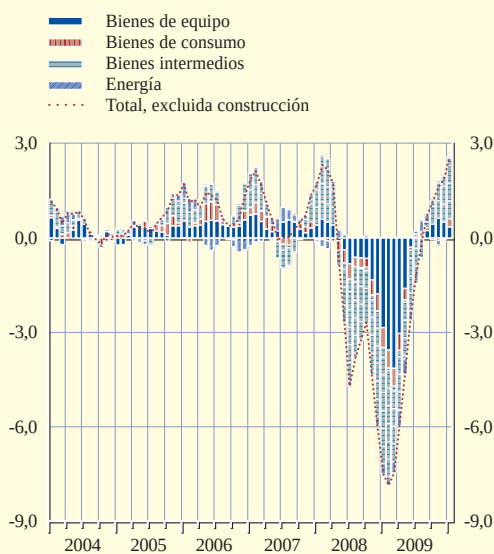
El panorama general presentado en esta fase inicial de la recuperación actual es de un repunte bastante moderado y desigual en los distintos sectores económicos. Mientras que la actividad industrial se ha recuperado hasta la fecha con más rapidez que en recuperaciones previas y la actividad en la construcción ha seguido contrayéndose de manera relativamente igual a la recuperación posterior a la recesión de 1992-1993, pero ha evolucionado de forma mucho más desfavorable que en la que siguió a la recesión de 1980-1982, el valor añadido de los servicios, que está prácticamente estancado, resulta haber sido desde una perspectiva histórica la fuente principal de la relativa debilidad del actual repunte del PIB. No obstante, cuando se toma en consideración la magnitud de las pérdidas de producción anteriores, la evolución en todos los sectores económicos parece haberse mantenido hasta el momento relativamente débil. Esta senda de recuperación con pérdidas de producción más prolongadas está en línea con la evidencia procedente de los patrones de recuperaciones anteriores posteriores a crisis financieras.

Por lo que respecta a la evolución en el primer trimestre de 2010, la producción industrial registró en enero una expansión del 1,7%, en tasa intermensual, un incremento que situó el nivel de producción muy por encima de la media del último trimestre de 2009, que las revisiones de los datos correspondientes a los primeros meses del año habían aumentado (véase gráfico 28). Por el contrario, los nuevos pedidos industriales se redujeron un 1,3% en enero, tras un descenso del 0,5% en el mes anterior. La media móvil de tres meses de los nuevos pedidos industriales disminuyó un 1,5% en enero, pero se mantuvo por encima de la media histórica anterior a la recesión.

La información procedente de las encuestas apunta a una expansión de la actividad económica en el primer trimestre de 2010. El índice de directores de compras para las manufacturas siguió mejorando, hasta situarse por encima de 56 en marzo (una lectura 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 el verano de 2006 (véase gráfico 29). La encuesta a los directores de compras también proporcionó indicios positivos sobre los nuevos pedidos, ya que el índice pertinente se incrementó de forma acusada. En lo que se refiere al sector servicios, el índice de directores de compras para la actividad industrial aumentó de nuevo, tras los descensos registrados en los dos primeros meses del año, y retornó al nivel alcanzado a finales de 2009.

Gráfico 28 Crecimiento de la producción industrial y contribuciones

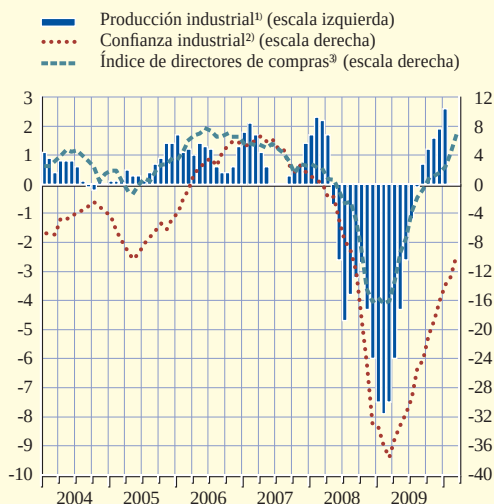
(tasa de crecimiento y contribuciones en puntos porcentuales; datos mensuales desestacionalizados)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.
Nota: Los datos mostrados se calculan como medias móviles de tres meses, frente a la media correspondiente a los tres meses anteriores.

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

(datos mensuales desestacionalizados)



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

Nota: Todas las series 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.

Otras encuestas de opinión, como las de la Comisión Europea, confirman la información sobre la mejora del clima económico facilitada por el índice de directores de compras. Concretamente, la confianza mejoró en la industria, en la construcción y en el sector minorista, y se mantuvo estable en la rama de servicios.

MERCADO DE TRABAJO

La información reciente ha confirmado que la situación de los mercados de trabajo de la zona del euro ha seguido deteriorándose, dado que los cambios en el empleo suelen ir a la zaga de las fluctuaciones del ciclo económico. En el último trimestre de 2009, el empleo en la zona del euro cayó un 0,3%, en tasa intertrimestral, según la segunda estimación de la contabilidad nacional efectuada por Eurostat. Estos datos muestran un deterioro del empleo menos marcado que en los trimestres anteriores, en los que el empleo cayó a tasas significativamente más elevadas.

A nivel sectorial, el sector manufacturero (es decir, la industria, excluida la construcción) continuó siendo el más castigado por la contracción observada en el empleo agregado durante el último trimestre de 2009, aunque la tasa de descenso fue del 1,1%, frente al 1,7% del tercer trimestre de 2009. 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 una disminución del 0,4%, tras la caída del 1,7% del trimestre anterior. Al igual que en los trimestres precedentes, el empleo en la rama de servicios apenas sufrió modificaciones (−0,1%, en tasa intertrimestral), aunque el agregado de este sector enmascara importantes diferencias entre los distintos subsectores. Tras una mejora relativa en el trimestre anterior, el empleo en el comercio y el transporte volvió a disminuir sustancialmente a finales de año, en un 0,5%, en comparación con el 0,2% observado en el tercer trimestre de 2009, mientras que la contracción en los servicios financieros y empresariales mostró una nueva y considerable mejora, ya que pasó del 0,5% al 0,1% en el tercer trimestre (véase

Cuadro 6 Crecimiento del empleo

(tasas de variación respecto al período 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
Del cual:							
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 ¹⁾	0,9	1,5	0,6	0,2	0,6	0,2	0,2

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

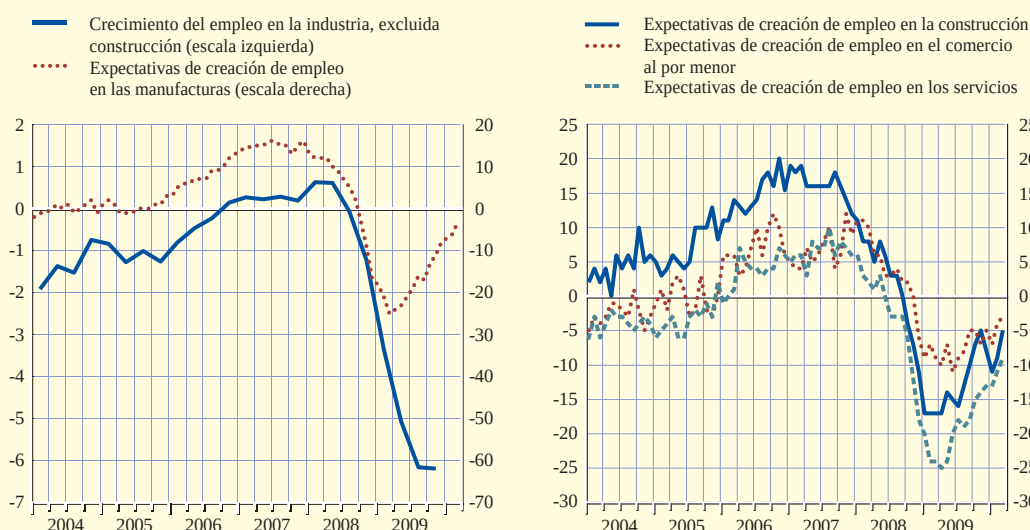
1) Incluye también educación, salud y otros servicios.

cuadro 7 y gráfico 30). Eurostat también publicó por primera vez datos trimestrales sobre las horas trabajadas en la zona del euro. Estos datos muestran las primeras señales de crecimiento positivo en el total de horas trabajadas en la zona del euro desde junio de 2008. La cifra agregada para la zona del euro, un incremento intertrimestral del 0,2% en el último trimestre de 2009, oculta una reducción del total de horas trabajadas en las manufacturas, contrarrestada por el vigoroso crecimiento de las horas trabajadas en los servicios, sobre todo en los 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

Gráfico 30 Crecimiento del empleo y expectativas de creación de empleo

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

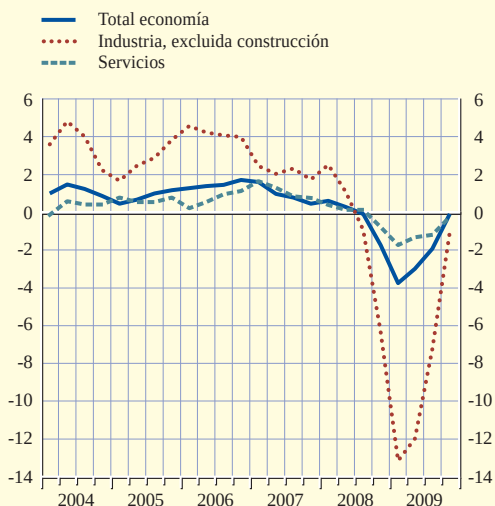


Fuentes: Eurostat y encuestas de opinión de la Comisión Europea.

Nota: Los saldos netos están ajustados a la media.

Gráfico 31 Productividad del trabajo

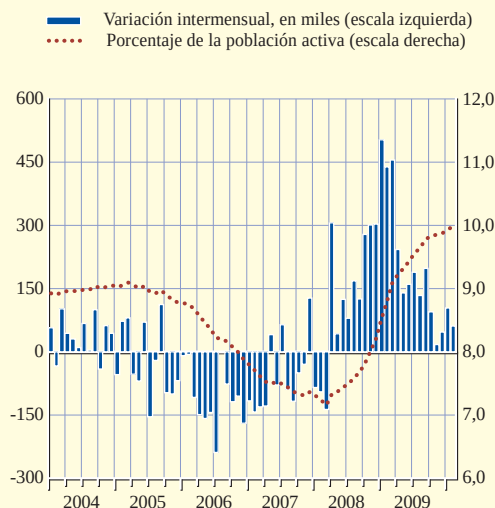
(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Gráfico 32 Desempleo

(datos mensuales desestacionalizados)



Fuente: Eurostat.

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%, en tasa interanual, y marcando una mejora sustancial con respecto a la caída del 1,9% observada en el trimestre anterior y a 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 en el último trimestre de 2009 se ha registrado su primera lectura positiva (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 febrero, desde el 9,9% de cada uno de los tres meses anteriores (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 y esperado en 2009.

4.3 PERSPECTIVAS DE LA ACTIVIDAD ECONÓMICA

De cara al futuro, se espera que el PIB real siga creciendo a un ritmo moderado en el año actual, ya que las bajas tasas de utilización de la capacidad productiva probablemente contengan la inversión, y se prevé que las débiles perspectivas de los mercados de trabajo reduzcan el crecimiento del consumo. Además, el proceso de ajuste de los balances en los distintos sectores, tanto dentro como fuera de la zona del euro, continuará.

Los riesgos para las perspectivas de la actividad económica se mantienen prácticamente equilibrados, en un clima marcado por la incertidumbre. Por una parte, la economía mundial y el comercio exterior

podrían recuperarse más intensamente de lo previsto y la confianza podría mejorar más de lo esperado. Además, podrían producirse efectos más intensos de lo previsto como consecuencia de las amplias medidas de estímulo macroeconómico que se están aplicando, así como de otras medidas adoptadas. Por otra, sigue preocupando que se recrudezcan las tensiones en algunos segmentos de los mercados financieros, que se produzca una espiral negativa de reacciones adversas entre la economía real y el sector financiero más intensa o prolongada de lo previsto, que aumenten de nuevo los precios del petróleo y de otras materias primas y que se intensifiquen las presiones proteccionistas, así como la posibilidad de que la corrección de los desequilibrios mundiales se lleve a cabo de forma desordenada.

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

5.1 TIPOS DE CAMBIO

En el período de tres meses que finalizó el 7 de abril, el euro se depreció un 5,3%, en términos nominales, con lo que siguió situándose por debajo de la media registrada en 2009. La depreciación del euro fue generalizada.

TIPO DE CAMBIO EFECTIVO DEL EURO

El 7 de abril, 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 5,3% por debajo del nivel observado a finales de diciembre y un 5,2% por debajo de la media de 2009 (véase gráfico 33). La depreciación del euro fue generalizada y estuvo acompañada de una disminución de la volatilidad implícita de los tipos de cambio bilaterales del euro frente a las principales monedas, especialmente en horizontes temporales más dilatados.

DÓLAR ESTADOUNIDENSE/EURO

En el período de tres meses que finalizó el 7 de abril, el euro se depreció frente al dólar estadounidense, invirtiéndose, en parte, la apreciación registrada en 2009 (véase gráfico 34). En ese mismo período, la volatilidad implícita del tipo de cambio entre el dólar estadounidense y el euro se redujo, especialmente en los horizontes temporales más dilatados, indicando que las expectativas de los mercados de una vuelta a un entorno de mayor volatilidad de los tipos de cambio han disminuido en cierta medida (véase gráfico 34). El 7 de abril, el euro cotizaba a 1,33 dólares estadounidenses, un 7,4% por debajo del nivel de finales de diciembre y en torno a un 4% por debajo de su media de 2009.

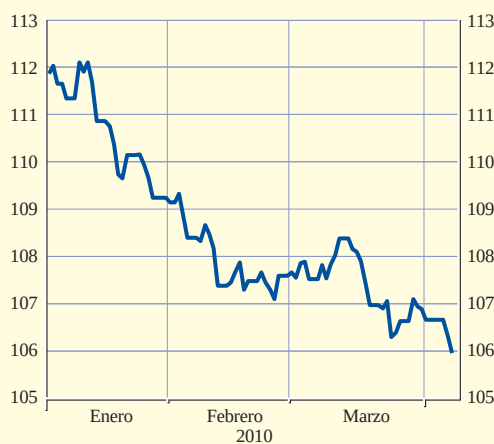
YEN JAPONÉS/EURO

En el período de tres meses transcurrido hasta el 7 de abril, el euro se depreció frente al yen japonés. Ese día, cotizaba a 125 yenes, un 6,1% por debajo de la cotización de finales de diciembre y aproximadamente un 4% por debajo de su media de 2009. En ese mismo período, la volatilidad implícita del tipo de cambio entre el yen japonés y el euro disminuyó, pese a registrarse considerables fluctuaciones (véase gráfico 34).

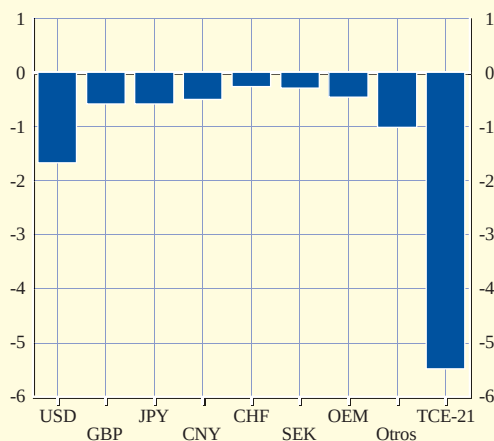
Gráfico 33 Tipo de cambio efectivo del euro (TCE-21) y sus componentes¹⁾

(datos diarios)

Índice: 1 1999 = 100



Contribuciones a las variaciones del TCE-21²⁾
Del 30 de diciembre de 2009 al 7 de abril de 2010
(en puntos porcentuales)



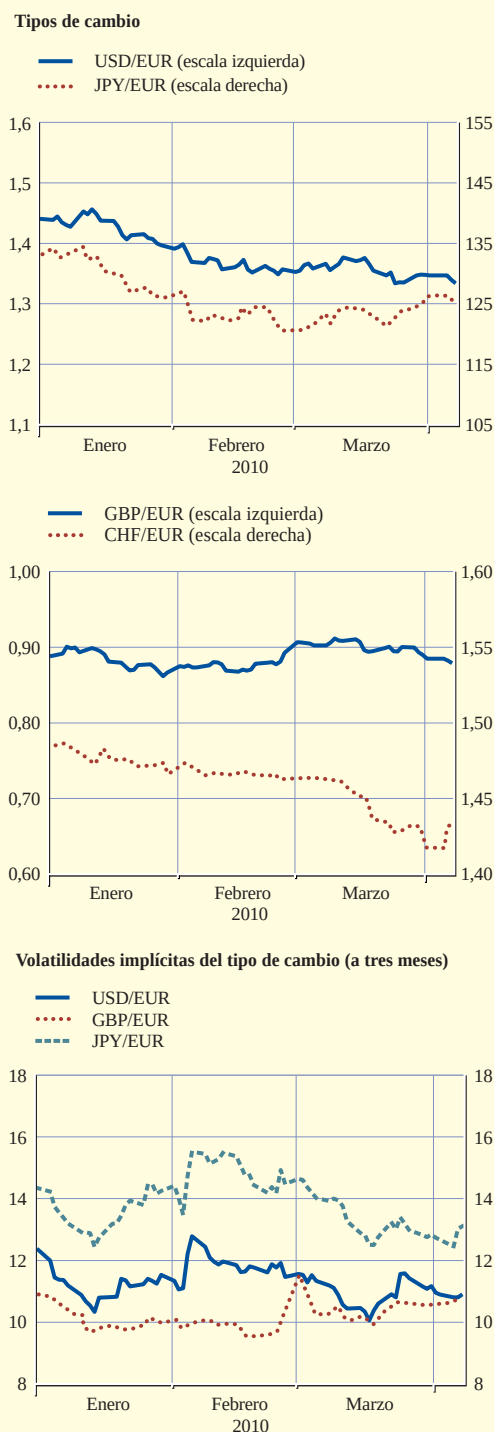
Fuente: BCE.

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

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

Gráfico 34 Evolución de los tipos de cambio y volatilidades implícitas

(datos diarios)



Fuentes: Bloomberg y BCE.

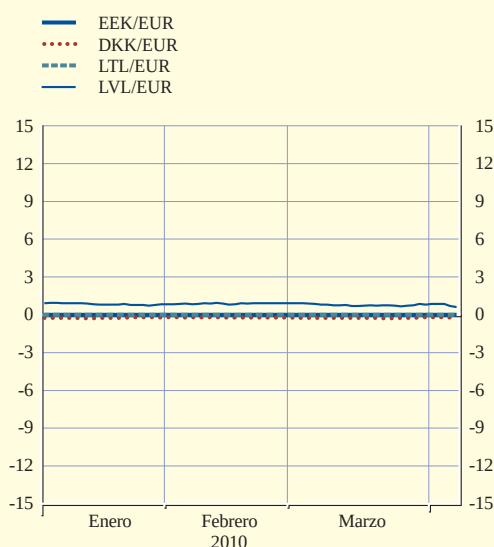
MONEDAS DE LOS ESTADOS MIEMBROS DE LA UE

En el período de tres meses que finalizó el 7 de abril, las monedas que participan en el MTC II se mantuvieron prácticamente estables frente al euro, cotizando al tipo de cambio correspondiente a las respectivas paridades centrales o en torno a dichas paridades (véase gráfico 35). No obstante, el latón se mantuvo en la zona débil de la banda de fluctuación de $\pm 1\%$ establecida unilateralmente.

Por lo que respecta a las monedas de los Estados miembros de la UE que no participan en el MTC II, en el período de tres meses que finalizó el 7 de abril, el euro se depreció un 1% frente a la libra esterlina, y ese día cotizaba a 0,88 libras. En ese mismo período de tres meses, la volatilidad implícita del tipo de cambio entre la libra esterlina y el euro se redujo en los horizontes temporales más dilatados, pese al repunte observado en la volatilidad implícita a corto plazo hacia finales de marzo (véase gráfico 34). En el período de tres meses transcurrido hasta el 7 de abril, el euro se depreció

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 $\pm 15\%$.

frente a las monedas de los demás Estados miembros de la UE, y la depreciación más acusada se produjo frente a la corona sueca (un 5,6%) y el zloty polaco (un 6,5%).

OTRAS MONEDAS

Tras un cambio en la comunicación de la política cambiaria por parte del Banco Nacional de Suiza en diciembre de 2009, el euro se depreció frente al franco suizo en torno a un 3,5% en el período de tres meses que finalizó el 7 de abril, situándose en 1,43 francos suizos. Durante el mismo período, el tipo de cambio bilateral de euro frente al renminbi chino y el dólar de Hong Kong siguió una evolución paralela a la del tipo de cambio de la moneda única frente al dólar estadounidense. El euro también se depreció frente a las principales monedas de países que producen materias primas, como el dólar canadiense (un 11,7%), el dólar australiano (un 10%) y la corona noruega (un 4%).

5.2 BALANZA DE PAGOS

El comercio con países no pertenecientes a la zona del euro siguió cobrando impulso en el período de tres meses transcurrido hasta enero, y las importaciones de bienes superaron las exportaciones. El déficit por cuenta corriente de la zona del euro, acumulado de doce meses, se redujo a 50,7 mm de euros en enero (alrededor del 0,6% del PIB). En la cuenta financiera, la disminución de las salidas netas de inversiones directas y el aumento de las entradas netas de inversiones de cartera explicaron el aumento de las entradas netas en el agregado de inversiones directas y de cartera, hasta un saldo acumulado de 275,2 mm de euros en el período de doce meses transcurrido hasta enero.

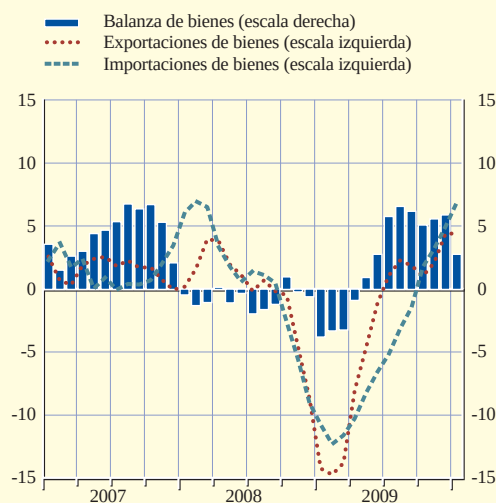
COMERCIO Y BALANZA POR CUENTA CORRIENTE

El comercio con países no pertenecientes a la zona del euro siguió cobrando impulso en el período de tres meses transcurrido hasta enero. Las exportaciones de bienes se incrementaron un 4,4% con respecto al período de tres meses anterior, en un contexto de repunte generalizado de la actividad económica mundial. El mayor crecimiento de las exportaciones también se debió al apoyo de factores transitorios, como los estímulos fiscales y el cambio observado en el ciclo de existencias fuera de la zona del euro. Mientras, las importaciones continuaron superando las exportaciones, aumentando un 6,9% (véase gráfico 36). Las importaciones registraron una caída más prolongada que las exportaciones y su crecimiento en la fase inicial de la recuperación del comercio fue débil.

La descomposición de las importaciones en términos nominales procedentes de países no pertenecientes a la zona del euro en cifras reales y precios, basada en las estadísticas de comercio exterior de Eurostat, sugiere que la recuperación de las importaciones observada hacia finales de 2009 reflejó, principalmente, un aumento de las importaciones en términos reales (véase gráfico 37). A su

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

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



Fuente: BCE.

vez, estas importaciones se vieron respaldadas por la demanda interna de la zona del euro y por la demanda de bienes intermedios importados impulsada por las exportaciones. Los precios totales de las importaciones, medidos por los índices de valor unitario, se mantuvieron relativamente estables, pese al aumento registrado en los precios de importación de la energía.

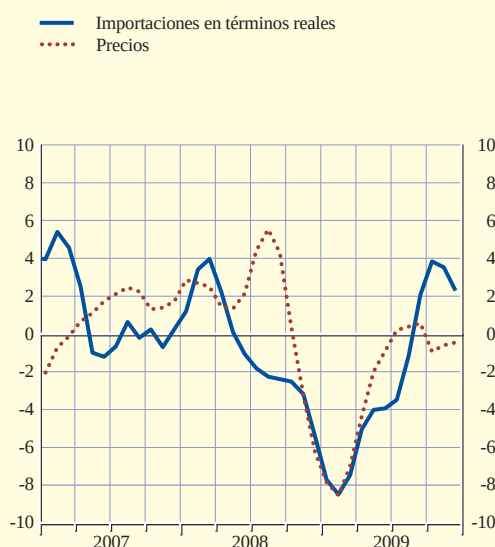
La balanza de servicios también continuó aumentando en el período de tres meses transcurrido hasta enero. Las importaciones y exportaciones de servicios fuera de la zona del euro se incrementaron un 2,7% y un 3%, respectivamente, en comparación con el período de tres meses anterior (véase cuadro 7), una evolución acorde con la evidencia que muestra que la actividad mundial de los servicios se recuperó en torno al cambio de año.

La reciente aceleración observada en el crecimiento de las importaciones de bienes hizo que disminuyera el superávit medio mensual de la balanza de bienes de la zona del euro en el período de tres meses hasta enero con respecto al período de tres meses precedente. No obstante, En términos acumulados de doce meses, el superávit de la balanza de bienes aumentó en enero (véase gráfico 38). Esta evolución, junto con la reducción del déficit de la balanza de rentas, se tradujo en un nuevo descenso del déficit por cuenta corriente, acumulado de doce meses, hasta 50,7 mm de euros en enero de 2010 (aproximadamente un 0,6% del PIB). El superávit más reducido de la balanza de servicios quedó casi compensado por el menor déficit registrado en la balanza de transferencias corrientes.

De cara al futuro, los indicadores disponibles sugieren que la recuperación de las exportaciones a países no pertenecientes a la zona del euro continuará en el corto plazo. En marzo de 2010, el índice de carteas de pedidos exteriores de la encuesta a los directores de compras del sector manufacturero de la zona del euro aumentó hasta el nivel más elevado observado desde principios del año 2000. También se pre-

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

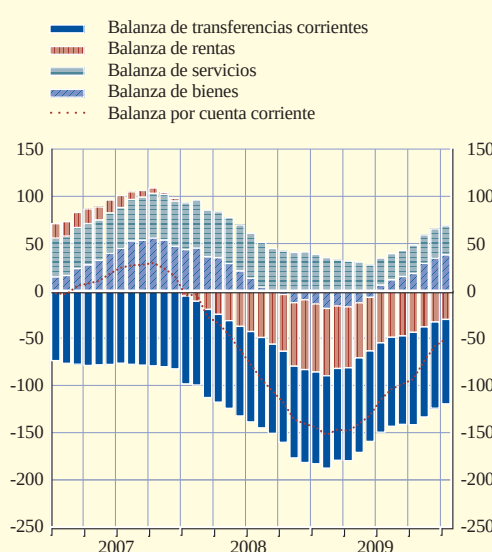
(tasas de variación intertrimestral; datos mensuales desestacionalizados)



Fuente: Eurostat.

Gráfico 38 Principales partidas de la balanza por cuenta corriente

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



Fuente: BCE.

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

(datos desestacionalizados, salvo indicación en contrario)

			Media móvil de tres meses hasta				Cifras acumuladas de 12 meses hasta	
	2009 Dic	2010 Ene	2009 Abr	2009 Jul	2009 Oct	2010 Ene	2009 Ene	2010 Ene
<i>mm de euros</i>								
Cuenta corriente	2,3	-8,1	-9,8	-0,8	-4,2	-2,1	-144,4	-50,7
Bienes	4,3	-2,3	-0,9	5,8	5,1	2,8	-13,9	38,1
Exportaciones	112,6	113,2	105,1	106,3	107,3	112,1	1.548,0	1.292,4
Importaciones	108,3	115,5	106,0	100,5	102,3	109,3	1.561,9	1.254,3
Servicios	4,8	2,0	1,9	2,3	2,9	3,1	38,5	30,6
Exportaciones	40,2	39,1	39,3	38,1	38,1	39,3	507,7	464,4
Importaciones	35,4	37,0	37,4	35,8	35,2	36,2	469,2	433,8
Rentas	-1,7	-1,4	-2,9	-2,0	-3,0	-2,2	-72,0	-30,3
Transferencias corrientes	-5,1	-6,5	-7,9	-6,9	-9,2	-5,8	-97,1	-89,2
Cuenta financiera ¹⁾	-11,3	5,6	12,1	-3,8	10,5	-2,1	176,7	50,0
Total inversiones directas y de cartera netas	49,5	-11,2	35,4	16,8	32,1	7,4	114,6	275,2
Inversiones directas netas	1,7	-7,1	-9,8	-3,3	-9,0	-1,5	-188,2	-71,1
Inversiones de cartera netas	47,8	-4,2	45,2	20,2	41,1	8,9	302,9	346,3
Acciones y participaciones	42,3	21,2	4,2	26,0	-5,1	17,3	-100,7	127,3
Valores distintos de acciones	5,5	-25,4	41,0	-5,9	46,2	-8,4	403,6	218,9
Bonos y obligaciones	-5,7	-17,4	29,7	-12,3	22,3	-10,9	162,9	86,3
Instrumentos del mercado monetario	11,2	-8,0	11,3	6,5	23,9	2,6	240,7	132,6
Otras inversiones netas	-63,3	10,0	-23,6	-24,0	-19,5	-23,6	87,3	-239,3
<i>Tasas de variación sobre el período anterior</i>								
Bienes y servicios								
Exportaciones	2,6	-0,3	-7,2	0,0	0,8	4,0	1,5	-14,5
Importaciones	2,5	6,1	-8,4	-4,9	0,9	5,8	5,1	-16,9
Bienes								
Exportaciones	2,0	0,6	-8,1	1,1	1,0	4,4	1,2	-16,5
Importaciones	4,0	6,7	-10,3	-5,2	1,8	6,9	5,1	-19,7
Servicios								
Exportaciones	4,2	-2,8	-4,8	-2,9	0,1	3,0	2,6	-8,5
Importaciones	-2,0	4,6	-2,7	-4,2	-1,6	2,7	5,3	-7,5

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.

vé que las importaciones de bienes provenientes de fuera de la zona del euro sigan incrementándose, no solo como consecuencia de la demanda de bienes intermedios importados impulsada por las exportaciones. No obstante, dado que el reciente repunte del comercio mundial y con países no pertenecientes a la zona del euro ha reflejado, en parte, el impacto de factores transitorios —como las medidas de estímulo fiscal y el respaldo del ciclo de existencias— es de prever cierta pérdida de impulso a medida que se desvanezca el impacto de esos factores.

CUENTA FINANCIERA

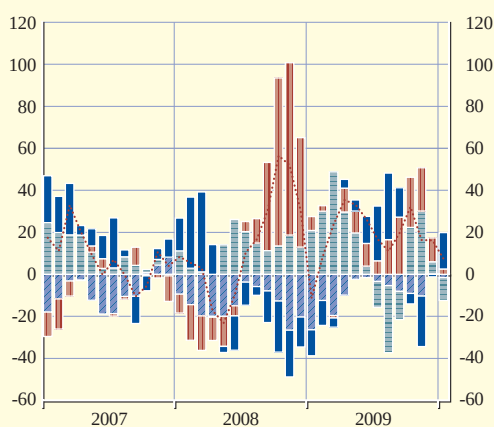
En el período de doce meses transcurrido hasta enero, la zona del euro registró entradas netas en el agregado de inversiones directas y de cartera por importe de 275,2 mm de euros, en comparación con unas entradas netas de 114,6 mm de euros un año antes (véase gráfico 39). Este aumento se debió, principalmente, a la disminución de las salidas netas de inversiones directas, atribuibles, en su mayor parte, al incremento de las inversiones directas en la zona del euro por parte de no residentes.

Además, la zona del euro registró un aumento de las entradas netas de inversiones de cartera en el período de doce meses transcurrido hasta enero, debido a un cambio, de salidas netas a entradas netas, en

Gráfico 39 Principales partidas de la cuenta financiera

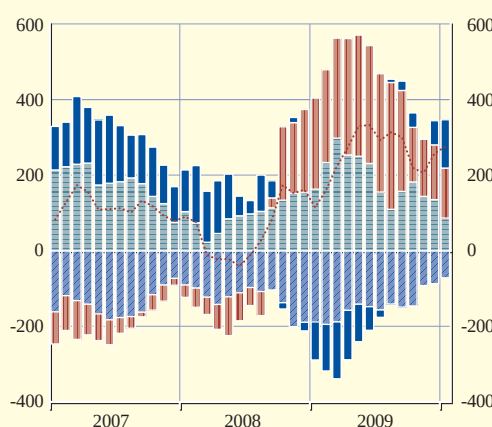
(mm de euros; flujos netos; medias móviles de tres meses;
datos mensuales)

■ Acciones y participaciones
■ Instrumentos del mercado monetario
■ Bonos y obligaciones
■ Inversiones directas
..... Total de inversiones directas y de cartera



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

■ Acciones y participaciones
■ Instrumentos del mercado monetario
■ Bonos y obligaciones
■ Inversiones directas
..... Total de inversiones directas y de cartera



Fuente: BCE.

acciones y participaciones, que quedó compensado, aunque solo en parte, por el descenso de las entradas netas de valores distintos de acciones, particularmente de instrumentos del mercado monetario. Las consideraciones relativas a la búsqueda de activos más seguros y la diversificación hacia activos más líquidos y de menor riesgo parecen haber disminuido en 2009, ante unas perspectivas más favorables de la economía mundial y de mejora de la situación de los mercados financieros. Esta evolución se plasmó en un aumento de las adquisiciones netas de acciones y participaciones, especialmente por no residentes en la zona del euro, y en una moderación de las entradas netas de valores distintos de acciones.

En conjunto, la zona del euro registró un descenso de entradas netas en la cuenta financiera en el período de doce meses transcurrido hasta enero, en comparación con un año antes (véase cuadro 7). El incremento de entradas netas observadas en el agregado de inversiones directas y de cartera quedó sobradamente compensado con el cambio de signo, de entradas netas a salidas netas, registrado en «otras inversiones», una categoría que incluye principalmente préstamos y depósitos. Un destacado factor determinante de la evolución pasada de «otras inversiones» fue, en particular, el proceso de desapalancamiento emprendido por el sector bancario a escala mundial tras la intensificación de la crisis financiera en el otoño de 2008. En el recuadro 7 se analiza con más detalle la dimensión internacional del desapalancamiento bancario.

En cuanto a la evolución más reciente, las entradas netas mensuales registrados en el agregado de inversiones directas y de cartera se redujeron, en promedio, hasta 7,4 mm de euros en el período de tres meses transcurrido hasta enero, en comparación con unas entradas netas por importe de 32,1 mm de euros en el período de tres meses precedente (véase gráfico 39). Esto fue resultado, fundamentalmente, de un cambio de signo en los flujos de valores distintos de acciones, que pasaron de entradas netas a salidas netas.

Recuadro 7

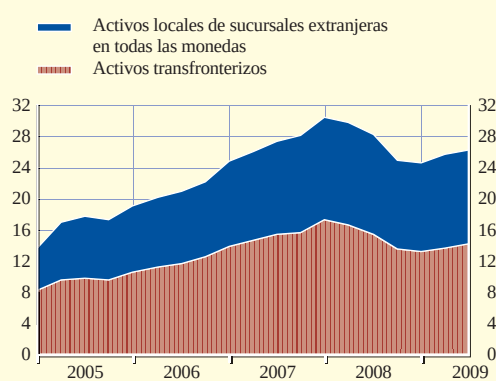
DIMENSIÓN INTERNACIONAL DEL DESAPALANCAMIENTO BANCARIO

Un importante canal por el que la crisis financiera se ha propagado a nivel internacional ha sido la notable reducción de los activos extranjeros por parte de las entidades de crédito que operan en los mercados financieros mundiales. A medida que las turbulencias alcanzaban su punto máximo, los bancos declarantes al BPI recortaron de forma notable su exposición al riesgo global, de 30,4 billones de dólares estadounidenses en el primer trimestre de 2008 a 24,9 billones de dólares estadounidenses en el cuarto trimestre de 2008 en cifras consolidadas (véase gráfico A). Alrededor del 70% de esta reducción se logró recortando los activos transfronterizos, mientras que el 30% restante procede de una reducción de los activos locales de las filiales extranjeras. Tras estabilizarse en el primer trimestre de 2009, los activos extranjeros repuntaron parcialmente en el segundo y tercer trimestres del año, situándose en 26,2 billones de dólares. Aunque ello pueda atribuirse, en parte, a la debilidad de la moneda estadounidense, que impulsó al alza el valor en dólares de los activos extranjeros, también podría considerarse un indicio de que las tensiones más fuertes han ido remitiendo.

En consonancia con el carácter mundial de las turbulencias financieras, el proceso de desapalancamiento y el reciente repunte de los activos extranjeros de las entidades de crédito han estado muy sincronizados entre países, y han afectado a casi todas las grandes economías desarrolladas y emergentes. En cifras consolidadas, los activos extranjeros frente a Estados Unidos y frente al Reino Unido se redujeron en 864 mm de dólares estadounidenses y en 1 billón de dólares estadounidenses, respectivamente, entre el primero y el cuarto trimestres de 2008 (véanse las barras rojas del gráfico B). También se produjo una reducción considerable frente a los países de la zona del euro, en parte reflejo de un descenso de los activos financieros dentro de la zona. Desde un punto de vista sistémico, la reducción de la

Gráfico A Activos extranjeros de los países declarantes al BPI (préstamos transfronterizos y locales)

(saldo vivo total; billones de USD; base riesgo último)

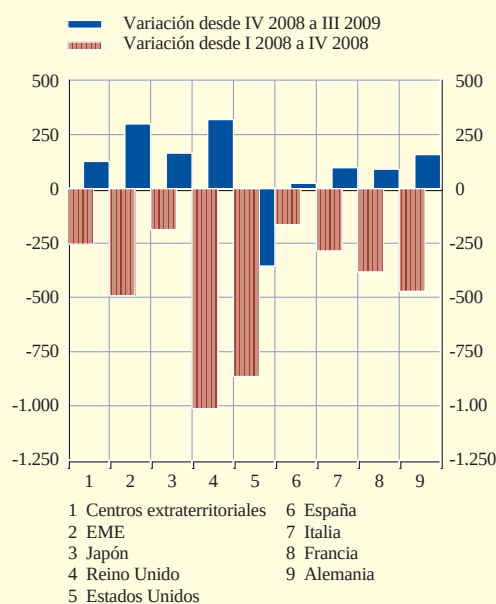


Fuente: BPI.

Notas: Datos consolidados. La última observación corresponde al tercer trimestre de 2009.

Gráfico B Variación de los activos extranjeros de los países declarantes al BPI frente a algunas contrapartes geográficas

(mm de USD; base riesgo último)



Fuente: BPI.

Nota: Datos consolidados. Las siglas EME designan las economías con mercados emergentes.

exposición internacional al riesgo de las entidades de crédito frente a los mercados emergentes fue especialmente relevante, pues según datos del BPI, los bancos declarantes retiraron casi medio billón de dólares, cifra significativa considerando que, en marzo de 2008, la exposición total de los bancos declarantes al BPI frente a esos países era aproximadamente igual a 4 billones de dólares estadounidenses. No obstante, desde el cuarto trimestre de 2008, se ha producido un repunte notable y generalizado de los activos extranjeros en muchos países, salvo frente a Estados Unidos, en donde estos activos siguieron reduciéndose (véanse las barras azules del gráfico B).

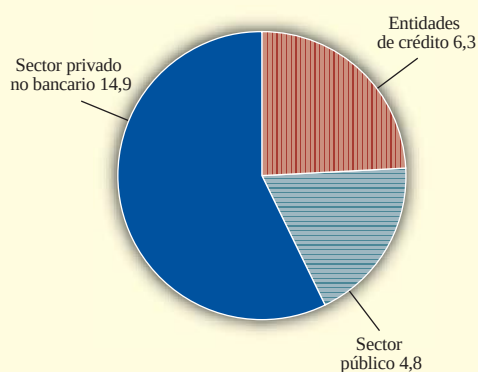
La naturaleza del proceso de desapalancamiento bancario a escala internacional también puede evaluarse desde un punto de vista sectorial. Conforme a las cifras más recientes, las entidades de crédito que declaran datos al BPI están expuestas, principalmente, al riesgo frente al sector privado no bancario, con un saldo vivo de 14,9 billones de dólares estadounidenses, mientras que el riesgo frente a otras entidades y frente al sector público es menor (véase gráfico C). Entre marzo de 2008 y septiembre de 2009, los bancos redujeron sus posiciones de riesgo internacional disminuyendo, sobre todo, sus activos extranjeros frente a otros bancos (por un importe de 2,5 billones de dólares estadounidenses) y frente al sector privado (unos 2,2 billones de dólares). Sin embargo, incrementaron su exposición al riesgo frente al sector público (en unos 0,4 billones de dólares), lo que refleja una «huida hacia la seguridad», dadas las desfavorables condiciones imperantes en los mercados.

Parte del proceso de desapalancamiento a escala mundial podría considerarse como un ajuste necesario de las ratios préstamos/depósitos tras varios años de rápida expansión del crédito en todos los países. La reducción también es coherente con la acusada desaceleración de la actividad económica observada a nivel mundial. No obstante, un período prolongado de atonía en las actividades de préstamo podría también ser indicativo de una fase de debilidad generalizada en el sector bancario, que, de la misma manera, podría reflejarse en la disposición de las entidades de crédito a otorgar préstamos a nivel interno.

En resumen, la economía mundial ha registrado una significativa retirada del sector bancario de los mercados mundiales, que refleja la gravedad de las turbulencias financieras, pero que también ha contribuido a la propagación de su impacto a escala internacional. No obstante, se aprecian algunos indicios de que se está produciendo un proceso de estabilización, que podría ayudar a mejorar las perspectivas de recuperación de la economía mundial.

Gráfico C Activos extranjeros de los países declarantes al BPI por sectores

(saldo vivo total; billones de USD; septiembre de 2009)



Fuente: BPI.
Nota: Datos consolidados.