

EVOLUCIÓN ECONÓMICA Y MONETARIA

I ENTORNO EXTERIOR DE LA ZONA DEL EURO

La economía mundial ha seguido recuperándose en los últimos meses, en parte respaldada por las medidas de estímulo monetario y fiscal y por un prolongado ciclo de existencias. La inflación mundial ha aumentado, principalmente, como consecuencia de la subida de los precios de las materias primas, pero las presiones inflacionistas subyacentes siguen estando, en general, contenidas, sobre todo en las principales economías avanzadas, en consonancia con la escasa utilización de la capacidad y con unas expectativas de inflación bien ancladas. Por el contrario, en algunas economías emergentes, las presiones inflacionistas han hecho su aparición, favorecidas por el auge de la demanda interna. En un entorno de incertidumbre inusualmente elevada, se estima que los riesgos para las perspectivas de la economía mundial están, en general, equilibrados.

I.1 EVOLUCIÓN DE LA ECONOMÍA MUNDIAL

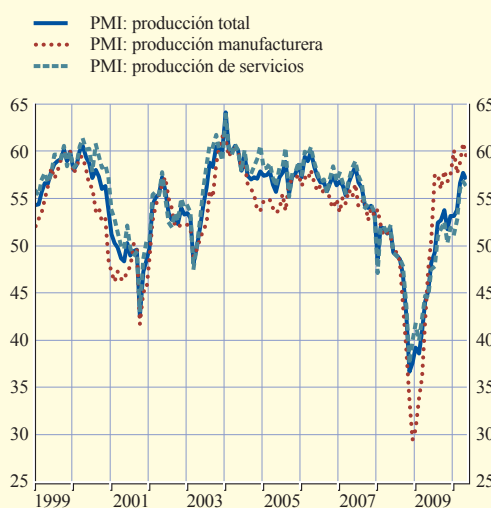
La economía mundial prosiguió su expansión en el primer trimestre de 2010 y los indicadores de corto plazo apuntan a un sólido crecimiento a comienzos del segundo trimestre. La recuperación sigue estando respaldada por los efectos de las medidas de estímulo monetario y fiscal y por un prolongado ciclo de existencias. Esta evolución positiva de la actividad económica mundial ha venido acompañada de una nueva recuperación del comercio mundial. Los indicadores de empleo mundiales también han mejorado en los últimos meses, tras las pérdidas de empleo generalizadas, registradas en gran parte de los dos años precedentes.

Considerada en mayor detalle, la evidencia más reciente basada en los indicadores sigue apuntando a una nueva mejora de la situación económica mundial. Aunque el indicador sintético mundial PMI (índice de directores de compras) bajó ligeramente hasta 57,0 en mayo, desde el nivel de 57,7 observado el mes anterior, siguió situándose muy por encima de la media de la serie, en consonancia con la continuidad de la expansión mundial (véase gráfico 1). La actividad económica, tanto en el sector manufacturero como en el sector servicios perdió parte de su impulso, pero se mantuvo en niveles más bien elevados. Los índices PMI de nuevos pedidos se redujeron en mayo, produciéndose una desaceleración del crecimiento de las nuevas actividades ligeramente más pronunciada en el sector servicios que en el sector manufacturero. En general, el sector manufacturero siguió liderando la recuperación, respaldado por una expansión más bien sólida de los nuevos pedidos.

Paralelamente a la recuperación de la actividad económica, el comercio mundial siguió creciendo a finales de 2009 y en el primer trimestre de 2010, posiblemente también como consecuencia del hecho de que el sector manufacturero siguiera liderando el repunte de la actividad. Según los últimos indicadores disponibles, el comercio mundial creció, en volumen, un 3,5% en marzo, tras el aumento del 1,7% observado en febrero. Las importaciones en términos reales crecieron, en marzo, en todas las principales regiones económicas, salvo

Gráfico 1 PMI: producción mundial

(índice de difusión; datos mensuales desestacionalizados)



Fuente: Markit.

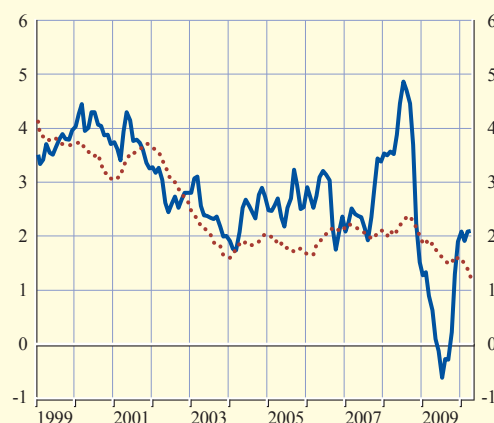
en Japón, en donde registraron una caída. Los indicadores adelantados y los datos disponibles sobre el comercio mundial apuntan a un estancamiento en abril. Considerando las tasas de crecimiento intertrimestral, el comercio mundial aumentó, en volumen, un 5,3% en el primer trimestre de 2010, lo que representa una moderación con respecto al 6% observado en el último trimestre de 2009. A finales de marzo de 2010, los volúmenes del comercio mundial se situaban todavía en torno a un 4% por debajo del máximo registrado en abril de 2008, pero un 21% por encima del mínimo de mayo de 2009.

La inflación mundial ha aumentado, principalmente como consecuencia de la subida de los precios de las materias primas, pero las presiones inflacionistas subyacentes siguen estando, en general, más bien contenidas, sobre todo en las principales economías avanzadas, en consonancia con la escasa utilización de la capacidad y con unas expectativas de inflación bien ancladas. En los países de la OCDE, la inflación general, medida por los precios de consumo, fue del 2,1% en el año transcurrido hasta abril, sin variación con respecto al mes anterior (véase gráfico 2). Excluidos la energía y los alimentos, la inflación interanual medida por el IPC se redujo hasta el 1,2% en abril de 2010, la cifra más baja registrada hasta ahora. Por el contrario, en algunas economías emergentes, las presiones inflacionistas han hecho su aparición, favorecidas por el auge de la demanda interna. Los precios de los bienes intermedios del indicador PMI mundial se mantuvieron en niveles elevados en mayo de 2010, en un contexto de aumento de los precios de la energía.

Gráfico 2 Evolución de los precios internacionales

(datos mensuales; tasas de variación interanual)

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



Fuente: OCDE.

ESTADOS UNIDOS

En Estados Unidos, la economía continúa por la senda de la recuperación. Tras registrar de nuevo cifras positivas en el segundo semestre de 2009, el crecimiento del PIB real se afianzó aún más a comienzos de 2010. La segunda estimación de la Oficina de Análisis Económico indica que el PIB real creció un 3%, en tasa anualizada en el primer trimestre de 2010, tras un incremento del 5,6% en el último trimestre de 2009. La expansión económica observada en los tres primeros meses del año refleja la capacidad de resistencia del gasto en consumo, un repunte de la inversión en bienes de equipo y software y una fuerte contribución positiva de las existencias del sector privado. Por otra parte, el crecimiento se vio lastrado por la reducción del gasto de las administraciones regionales y locales y por el descenso de la inversión en construcción residencial y comercial. Además, la demanda exterior neta restó 0,7 puntos porcentuales al crecimiento del PIB real, ya que las importaciones crecieron a un ritmo más rápido que las exportaciones.

Por lo que respecta a la evolución de los precios, la inflación interanual medida por el IPC se situó en el 2,2% en abril, prácticamente en consonancia con la tasa media de inflación observada en el año transcurrido hasta la fecha. El aumento de la inflación en los primeros meses de 2010 —en comparación con una media del -0,4% en 2009— tiene, en gran parte, su origen en el repunte de los precios de la energía, tras los acusados descensos registrados anteriormente. Excluidos la energía y los alimentos, la inflación

interanual se redujo de nuevo hasta el 0,9% en abril, la tasa más baja observada desde enero de 1966. La tendencia desinflacionista de las tasas subyacentes sigue reflejando la permanente atonía de los mercados nacionales de productos y de trabajo.

De cara al futuro, es probable que, en corto plazo, la recuperación siga estando respaldada por las medidas de estímulo fiscal y monetario y por el impulso proveniente del ciclo de existencias. Sin embargo, más adelante, la progresiva desaparición del respaldo prestado por los factores transitorios podría traer consigo cierta moderación del ritmo de expansión económica. La mayor normalización de la confianza y de la situación financiera, un giro en la evolución del mercado de trabajo y el ritmo al que se avance en el saneamiento de la situación patrimonial del sector privado siguen siendo factores clave que, probablemente, configurarán la actividad económica futura. Por lo que respecta a la evolución de los precios, es probable que la inflación siga estando contenida, habida cuenta de la enorme brecha de producción.

El 28 de abril de 2010, el Comité de Operaciones de Mercado Abierto de la Reserva Federal decidió mantener en una banda del 0% al 0,25% el tipo de interés fijado como objetivo para los fondos federales. El Comité sigue considerando que la situación económica, incluidas las bajas tasas de utilización de los recursos, las moderadas tendencias de la inflación y la estabilidad de las perspectivas de inflación, probablemente justifique que se mantenga el tipo de interés de los fondos federales en niveles excepcionalmente bajos durante un período prolongado. En mayo de 2010, la Reserva Federal anunció la reanudación de los acuerdos de carácter temporal (líneas *swap*) en dólares estadounidenses, encaminados a mejorar la situación de liquidez en los mercados financieros tras la reaparición de las tensiones.

JAPÓN

En Japón, el PIB real creció un 1,2%, en tasa intertrimestral, en el primer trimestre de 2010, según indica la primera estimación provisional de la Oficina Económica del Gobierno de Japón. La actividad económica estuvo impulsada, principalmente, por la demanda exterior neta de bienes y servicios, que representó 0,7 puntos porcentuales del crecimiento intertrimestral del PIB real, y por la demanda privada (0,5 puntos porcentuales). Por primera vez en dos años, el consumo personal y la inversión empresarial registraron tasas de crecimiento intertrimestral positivas.

La inflación medida por los precios de consumo siguió siendo negativa, como consecuencia del exceso de capacidad productiva sin utilizar que registra la economía. La inflación general, medida por el IPC, se redujo en tasa interanual un 1,2% en abril, frente al 1,1% de marzo. Excluidos la energía y los alimentos frescos, la inflación interanual medida por el IPC se situó en el -1,6%, mientras que, excluidos los alimentos frescos, se redujo hasta el -1,5%.

De cara al futuro, se espera que la economía japonesa continúe por la senda de la recuperación. No obstante, es probable que ésta pierda impulso a lo largo de 2010, una vez que se disipe el impacto de las medidas de estímulo fiscal sobre el consumo interno y se estabilice el crecimiento de la demanda exterior neta.

Al igual que en las reuniones anteriores celebradas este año, en su reunión de 21 de mayo de 2010, el Banco de Japón decidió mantener sin variación, en torno al 0,1%, el objetivo fijado para los tipos de interés de los préstamos a un día sin garantía.

REINO UNIDO

En Reino Unido, el crecimiento económico también ha experimentado recientemente una recuperación gradual. El PIB real creció un 0,3%, en tasa intertrimestral, en el primer trimestre de 2010, frente a un

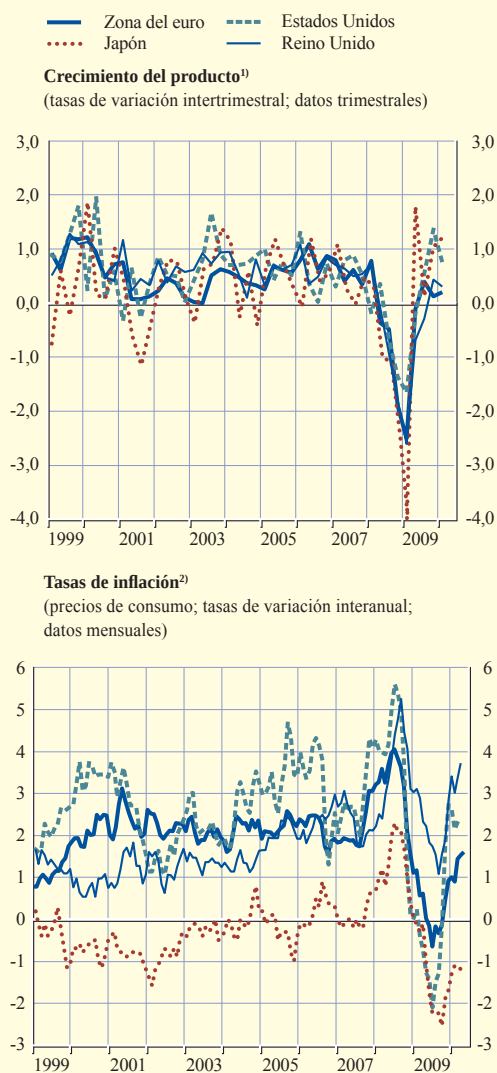
incremento del 0,4% en el cuarto trimestre de 2009 (véase gráfico 3). El crecimiento económico en el primer trimestre de 2010 estuvo determinado, principalmente, por una contribución positiva de las existencias, mientras que el gasto de los hogares no experimentó variación y la demanda exterior neta siguió contribuyendo negativamente. En conjunto, los indicadores de actividad sugieren que la gradual mejora de la situación económica ha continuado en los últimos meses. Por lo que respecta a los precios de la vivienda, tras varios meses de recuperación en 2009, la tendencia al alza se mantuvo, en cifras interanuales, en el primer trimestre de 2010, a pesar de cierta volatilidad entre un mes y otro. Los flujos de crédito siguieron reactivándose lentamente, a un ritmo muy inferior al observado en 2008. De cara al futuro, se espera que continúe la gradual recuperación de la actividad, respaldada por los efectos retardados de la depreciación de la libra esterlina, las políticas de estímulo monetario y la mejora general de la situación mundial.

La inflación interanual, medida por el IPC, ha seguido aumentando en los últimos meses, situándose en el 3,7% en abril. La expiración de la reducción temporal de la tasa del IVA y las subidas de los precios de la energía fueron factores determinantes del incremento de la inflación a comienzos de 2010. De cara al futuro, se prevé que la inflación se modere en la medida en que la capacidad no utilizada ejercerá un efecto de atenuación en la evolución de los precios. En los últimos meses, el Comité de Política Monetaria del Banco de Inglaterra ha mantenido en el 0,5% el tipo de interés oficial al que se remuneran las reservas de las entidades de crédito. El Comité mantuvo asimismo el volumen de compras de activos financiadas mediante la emisión de reservas del banco central en 200 mm de libras esterlinas.

OTROS PAÍSES EUROPEOS

La situación económica también ha seguido mejorando en los últimos trimestres en los otros países de la UE no pertenecientes a la zona del euro. En la mayoría de los países, el PIB real volvió a registrar tasas de crecimiento positivas y se produjo un aumento de las tasas de utilización de la capacidad en el sector manufacturero. Esta gradual recuperación refleja, principalmente, la mejora sostenida de la demanda exterior, el progresivo repunte de la confianza de los consumidores y también, en algunos países, los efectos de la depreciación de la moneda en comparación con los niveles observados antes de la crisis. En general, los indicadores de actividad a corto plazo sugieren que continuará la recuperación.

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.

En Suecia, el PIB real creció un 1,4% (en tasa intertrimestral) en el primer trimestre de 2010, tras el aumento del 0,4% observado en el cuarto trimestre de 2009. En Dinamarca, el producto creció un 0,6% en el primer trimestre de 2010, frente al 0,1% del cuarto trimestre de 2009. Los indicadores de corto plazo apuntan claramente a una recuperación en estos dos países, aunque la inversión empresarial siguió siendo débil en ambos casos. En abril de 2010, la inflación interanual, medida por el IAPC, se situaba en el 2,4% en Dinamarca y en el 21, % en Suecia. El 25 de marzo y el 19 de mayo de 2010, el Danmarks Nationalbank redujo su principal tipo de interés oficial en un total de 20 puntos básicos, hasta el 0,60%.

En los Estados miembros más grandes de la UE de Europa Central y Oriental, la situación económica ha mejorado considerablemente en los últimos trimestres. No obstante, el perfil del crecimiento ha variado de forma notable entre unos países y otros, como consecuencia, entre otros factores, del impacto del ajuste fiscal en algunos países y de las diferencias en el ciclo de existencias. Entre los países más grandes de la región, solo Rumanía registró crecimiento negativo del PIB real en el primer trimestre de 2010, que se cifró en un -0,3% en tasa intertrimestral. Al mismo tiempo, el crecimiento resultó especialmente vigoroso en Hungría, con una tasa intertrimestral del 0,9%. En la República Checa y Polonia, las tasas de crecimiento se situaron en el 0,5%. En conjunto, tanto los indicadores de confianza recientes como las cifras de producción industrial y comercio apuntan a un aumento de la actividad en estos cuatro países. Asimismo, diversos factores —entre ellos el aumento del desempleo y las precarias condiciones de concesión de crédito (especialmente en Hungría y Rumanía)— sugieren que se mantendrá la debilidad de la demanda interna. La inflación interanual, medida por el IAPC, ha estado oscilando en la República Checa en un nivel bajo, en torno al 0,4%, en los últimos meses y ha repuntado ligeramente, hasta el 0,9%, en abril de 2010. Por el contrario, en Hungría, Polonia y Rumanía, la inflación interanual medida por el IAPC se ha mantenido en niveles más elevados del 5,7%, 2,7% y 4,2%, respectivamente, en ese mismo mes. El 6 de mayo, el Česká Národní Banka redujo su principal tipo de interés oficial en 25 puntos básicos, hasta el 0,75%. El 29 de marzo y el 26 de abril de 2010, el Magyar Nemzeti Bank adoptó una medida similar recortando su principal tipo de interés oficial en 50 puntos básicos, hasta un mínimo histórico del 5,25%. El 29 de marzo y el 4 de mayo de 2010, la Banca Națională a României rebajó su principal tipo de interés oficial en un total de 75 puntos básicos, hasta el 6,25%.

Entre todos los países de la UE, los Estados bálticos son los que han registrado el ajuste económico más drástico en la recesión mundial. Al igual que en otros países no pertenecientes a la zona del euro, la mejora reciente refleja el fortalecimiento de la demanda exterior, respaldada por ciertos aumentos de la productividad mediante la restricción de los costes laborales unitarios. En comparación con los Estados bálticos, la caída relacionada con la crisis y la posterior recuperación han sido menos acusadas en Bulgaria. No obstante, las tasas de crecimiento más recientes han sido muy volátiles en cifras intertrimestrales. En el primer trimestre de 2010, el crecimiento intertrimestral fue negativo en Estonia y Lituania, y ligeramente positivo en Letonia. Los indicadores de confianza y de actividad a corto plazo más recientes apuntan a una mejora de la situación económica en estos cuatro países. Se prevé que la demanda exterior neta seguirá desempeñando una función clave en la recuperación, mientras que la demanda interior continuará siendo débil durante un período más prolongado, como consecuencia de la precaria situación del mercado de trabajo y de las condiciones de concesión de crédito.

En Rusia, el PIB real registró una contracción del 7,9% en 2009. Las cifras trimestrales provisionales correspondientes al primer trimestre de 2010 parecen indicar que la recuperación del producto, que se inició en el tercer trimestre de 2009, pero perdió impulso en el cuarto trimestre, ha seguido siendo lenta. Los indicadores adelantados de actividad económica sugieren que el crecimiento del producto podría haber experimentado una aceleración en el segundo trimestre de 2010, gracias a la sólida expansión de

la inversión y la construcción. Los principales riesgos que podrían poner en peligro una rápida recuperación tienen su origen en el hecho de que los precios de las materias primas han sido más bajos de lo previsto y en el débil crecimiento del crédito. La inflación siguió reduciéndose, hasta el 6,1% en abril, dado que las anteriores apreciaciones del rublo moderaron el aumento de los precios de importación. Pese a que la inflación podría seguir descendiendo en el corto plazo, es posible que vuelvan a producirse presiones inflacionistas en el medio plazo, debido a la recuperación de la demanda interna y al aumento de las entradas de capital.

ECONOMÍAS EMERGENTES DE ASIA

En las economías emergentes de Asia, el crecimiento del PIB experimentó una nueva aceleración en el primer trimestre de 2010. La solidez de la demanda exterior y las políticas monetarias y fiscales de apoyo contribuyeron a la fortaleza de la actividad económica de manera casi uniforme en toda la región. La demanda interna privada, aunque menos homogénea entre unos países y otros, también ha sido un importante factor determinante del crecimiento.

En China, el crecimiento del PIB real registró una aceleración del 11,9%, en tasa interanual, en el primer trimestre de 2010, la cifra más alta observada desde el cuarto trimestre de 2007. Aunque las políticas de estímulo siguen fomentando el crecimiento, la demanda interna privada —tanto la inversión como el consumo— se ha hecho cada vez más autosostenida. La demanda exterior también se está recuperando, aunque el aumento de las importaciones nominales —que tiene, en parte, su origen en la fuerte demanda de material primas y en el incremento de los precios de importación— explica la reducción del superávit comercial registrada desde comienzos de 2010. Las presiones inflacionistas siguen intensificándose: la inflación interanual, medida por el IPC, se situó en el 2,8% en abril, principalmente como consecuencia de la subida de los precios de los alimentos y las materias primas. Además, los precios de la vivienda y de los terrenos, así como la inversión residencial, han registrado un fuerte repunte como resultado del aumento de la demanda en un contexto de holgada liquidez, condiciones de concesión de crédito poco restrictivas y tipos de interés reales negativos sobre los depósitos. En los últimos meses, el gobierno chino ha introducido una amplia gama de medidas administrativas encaminadas a enfriar los precios de la propiedad residencial y ha elevado las exigencias de reservas de las entidades de crédito, a fin de drenar el exceso de liquidez interna.

En Corea, el PIB real creció un 8,1%, en tasa interanual, en el primer trimestre de 2010, frente al 6,1% registrado en el trimestre anterior. El mayor crecimiento del PIB se debió, principalmente, a la solidez de las exportaciones y también del gasto público. La inflación interanual, medida por el IPC, fue del 2,6% en abril, frente al 2,3% del mes anterior.

En India, la desaceleración de la actividad económica que reflejan los datos revisados correspondientes al cuarto trimestre de 2009 se debió a factores transitorios, concretamente, a una escasa cosecha. En el primer trimestre de 2010, el PIB registró un sólido crecimiento del 8,6%, en tasa interanual, impulsado por la reactivación de la agricultura y la expansión en el sector servicios. La inflación, medida por los precios al por mayor —la principal medida de la inflación que utiliza el Banco de Reserva de India— fue del 9,6% en abril. El banco central ha respondido a las elevadas tasas de inflación observadas recientemente elevando sus tipos oficiales en un total de 50 puntos básicos en marzo y abril, hasta el 5,25% en el caso del tipo repo, y hasta el 3,75% en lo que respecta a las adquisiciones temporales.

En conjunto, se prevé que las economías emergentes de Asia continúen registrando sólidos resultados económicos durante el resto de 2010, dado que los factores determinantes del repunte —unas políticas fiscales y monetarias de apoyo y el aumento de la demanda interna privada— siguen actuando. La in-

tensificación de las presiones inflacionistas representa un importante desafío en materia de política monetaria para algunos países.

AMÉRICA LATINA

En América Latina, el ritmo de la actividad económica siguió recuperándose en el primer trimestre de 2010. Al mismo tiempo, repuntaron las presiones inflacionistas en todos los países de la región. Examinando la situación con más detalle se observa que, en México, el PIB real creció un 4,4% en comparación con las cifras de un año antes, tras una contracción del 2,4% en el cuarto trimestre de 2009. La inflación interanual ascendió, en promedio, al 4,8% en el primer trimestre, frente al 4% del último trimestre de 2009. En Argentina, la actividad económica registró un vigoroso crecimiento en el primer trimestre de 2010, con un aumento medio de la producción industrial del 9% en tasa interanual, tras el incremento del 5,3% observado en el trimestre anterior. Al mismo tiempo, las presiones inflacionistas se intensificaron significativamente. Más concretamente, la inflación interanual, medida por el IPC, se elevó en promedio hasta el 9% en el primer trimestre de 2010, desde el 7,1% registrado en el último trimestre de 2009. En Brasil, los indicadores de alta frecuencia sugieren que la actividad económica se fortaleció notablemente en el año transcurrido hasta marzo, con un aumento de la producción industrial del 18,1%, en promedio, tras un incremento del 5,9% en el cuarto trimestre de 2009. La inflación también repuntó en Brasil, hasta el 4,8% en el primer trimestre de 2010.

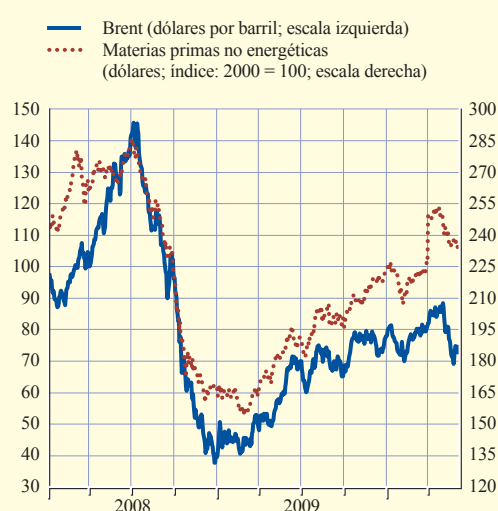
En general, se prevé que el crecimiento del producto siga aumentado en 2010 en el conjunto de la región, gracias al fortalecimiento de la demanda exterior, especialmente de materias primas, y al dinamismo sostenido de la demanda interna.

1.2 MERCADOS DE MATERIAS PRIMAS

Los precios del petróleo han experimentado una sólida recuperación desde el segundo trimestre de 2009 y, actualmente, se sitúan en torno a un 90% por encima de los mínimos registrados en el primer semestre del pasado año. No obstante, en los tres últimos meses, han estado sujetos a una considerable volatilidad. Tras los fuertes aumentos inducidos por la demanda durante el mes de abril, los precios del petróleo descendieron notablemente en mayo y en los primeros días de junio en un clima de renovadas tensiones en los mercados financieros (véase gráfico 4). El 9 de junio, los precios del Brent se situaban en 72,0 dólares estadounidenses el barril, es decir, casi un 8% por debajo del nivel observado a comienzos del año. 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 84,4 dólares estadounidenses el barril.

Por lo que respecta a las variables fundamentales, la demanda mundial de petróleo todavía se está recuperando de los mínimos registrados en el se-

Gráfico 4 Principales indicadores de los mercados de materias primas



Fuentes: Bloomberg y HWWI.

gundo trimestre de 2009, principalmente como consecuencia del aumento sostenido de la demanda de crudo en los países no pertenecientes a la OCDE. Por el lado de la oferta, la producción de la OPEP ha seguido siendo holgada, dado que los miembros de esta organización están produciendo muy por encima de sus objetivos. Las existencias de petróleo aumentaron a partir del segundo semestre de 2009, en gran medida como resultado las elevadas existencias en los países de la OCDE.

Al mismo tiempo, la Agencia Internacional de la Energía (AIE) ha revisado al alza sus proyecciones de demanda para 2010 en vista del mayor crecimiento de la demanda de petróleo en los países no pertenecientes a la OCDE. Por otra parte, la AIE prevé también que aumentará la oferta de petróleo de países no pertenecientes a la OPEP, debido a que se espera una mayor producción en Estados Unidos y Canadá, lo que contribuirá a atenuar las presiones de precios por el lado de la demanda.

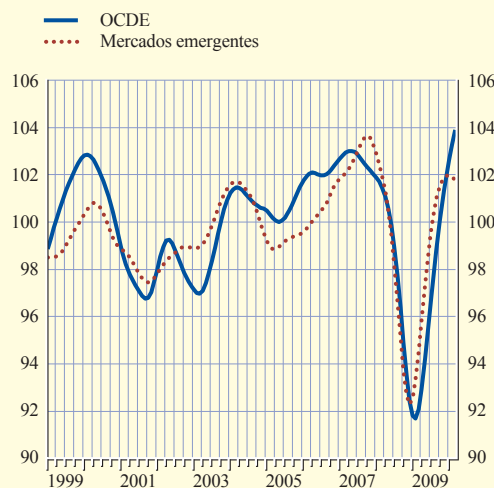
Tras la recuperación experimentada durante la mayor parte de 2009 y comienzos de 2010, los precios de las materias primas no energéticas han descendido en los tres últimos meses. Salvo por una breve recuperación en abril, los precios de los alimentos siguieron bajando, principalmente como resultado de la abundante oferta. A pesar de los descensos de los últimos meses, los precios de los metales han mostrado un comportamiento volátil, debido a la interacción de unas variables fundamentales sólidas en relación con la demanda y las tensiones en los mercados financieros. En cifras agregadas, el índice de precios de las materias primas no energéticas (denominado en dólares estadounidenses) se situaba, a principios de junio, casi un 5% por encima del nivel de comienzos del año.

1.3 PERSPECTIVAS DEL ENTORNO EXTERIOR

Los datos disponibles y los indicadores basados en las encuestas de opinión sugieren que, en el corto plazo, continuará probablemente la recuperación de la economía mundial, respaldada por las políticas de estímulo y los ciclos de existencias, aunque cabría esperar cierta moderación del ritmo de crecimiento a lo largo de este año, a medida que, conforme a lo previsto, se disipe el impacto de estos factores transitorios. Los indicadores sintéticos adelantados de la OCDE correspondientes a marzo de 2010 siguen apuntando a una expansión económica, aunque con algunas señales de moderación en cuanto al ritmo de crecimiento, tanto en las economías avanzadas como en las emergentes, aproximadamente con uno o dos trimestres de adelanto (véase gráfico 5). Concretamente, en los indicadores adelantados de marzo se comienza a vislumbrar alguna evidencia de posible desaceleración en China y Brasil. El indicador de clima económico mundial del Ifo, que siguió aumentando en el segundo trimestre del año, también muestra evidencia más clara de una mejora de las perspectivas de la economía mundial. El movimiento al alza de este indicador tuvo su origen en una evaluación más favorable de la situación económica actual, mientras que las expectativas para los próxi-

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.

mos seis meses se han reducido ligeramente en comparación con el trimestre anterior. En consonancia con el hecho de que la economía mundial registre de nuevo tasas de crecimiento positivas, los índices de precios de las acciones y los indicadores de confianza siguieron recuperándose en los primeros meses de 2010 con respecto al mínimo registrado en la primavera de 2009. No obstante, los precios de las acciones experimentaron un ligero retroceso en mayo, dado que la crisis de la deuda soberana elevó el nivel de las percepciones de riesgo en los mercados financieros.

En un clima de incertidumbre inusualmente elevada, los riesgos para la actividad económica mundial continúan estando, en general, equilibrados. Por el lado positivo, el comercio mundial podría mejorar más de lo esperado. Por el lado negativo, sigue preocupando que se recrudezcan las tensiones en algunos segmentos de los mercados financieros y que se dejen sentir los consiguientes efectos sobre la confianza. Además, la situación podría complicarse por la posibilidad de que se produzca una espiral negativa de reacciones adversas entre la economía real y el sector financiero más intensa o prolongada de lo previsto, aumenten de nuevo los precios del petróleo y de otras materias primas, se intensifiquen las presiones proteccionistas y se realice de forma desordenada la corrección de los desequilibrios mundiales.

2 EVOLUCIÓN MONETARIA Y FINANCIERA

2.1 DINERO Y CRÉDITO DE LAS IFM

Los datos monetarios más recientes apuntan a la continuación del débil crecimiento de M3 y del crédito, aunque con algunos signos de estabilización después de la desaceleración previa. Los datos todavía respaldan la valoración de que el ritmo de expansión monetaria subyacente es moderado y de que las presiones inflacionistas a medio plazo permanecen contenidas. El crecimiento de M3 sigue infravalorando el ritmo de crecimiento monetario subyacente, debido al fuerte impacto a la baja de la acusada pendiente de la curva de rendimientos, aunque este efecto ha disminuido. La tasa de crecimiento interanual de los préstamos concedidos por las IFM al sector privado volvió a aumentar levemente y pasó a niveles ligeramente positivos en abril, como consecuencia del nuevo impulso de los préstamos a los hogares, mientras que la tasa de crecimiento de los préstamos a las sociedades no financieras se redujo de nuevo y se mantuvo en territorio negativo. El patrón de evolución de los préstamos por sectores sigue siendo acorde con la fase actual del ciclo económico. Por último, la evolución de los últimos meses indica que el proceso de contracción observado en los balances de las IFM de la zona del euro en 2009 se ha detenido.

EL AGREGADO MONETARIO AMPLIO M3

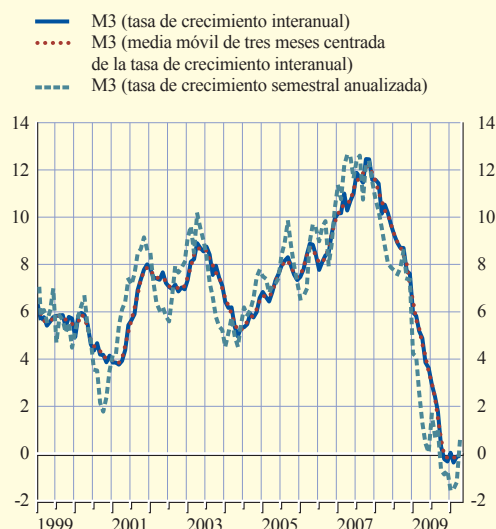
La tasa de crecimiento interanual del agregado monetario amplio M3 mantuvo su debilidad y se situó en el -0,1% en abril de 2010, frente al -0,2% del primer trimestre de 2010 y el 0,3% del último trimestre de 2009 (véase gráfico 6). El crecimiento de M3 a corto plazo, medido por las tasas de crecimiento trimestrales y semestrales anualizadas, repuntó en abril, siendo reflejo de un crecimiento intermensual sólido (0,7%, tras el 0,1% registrado en marzo). Sin embargo, teniendo en cuenta que el crecimiento estuvo impulsado por la fuerte contribución de los intermediarios financieros distintos de las empresas de seguros y fondos de pensiones (OIF), que con frecuencia es volátil, y que podría ser consecuencia del entorno imperante en los mercados financieros a finales de abril, se recomienda cautela al interpretar esta evolución reciente como un indicio de recuperación incipiente del crecimiento monetario.

La débil expansión monetaria continuó reflejando el fuerte impacto de la excepcionalmente acusada pendiente de la curva de rendimientos, que sigue propiciando el desplazamiento de fondos desde M3 hacia activos menos líquidos y de mayor riesgo y hace que el crecimiento de M3 infravalore el ritmo de crecimiento monetario subyacente. Sin embargo, este efecto ha ido perdiendo impulso en los últimos meses, ya que la forma actual de la curva de rendimientos se mantiene desde principios de 2009. Al mismo tiempo, los estrechos diferenciales entre los tipos de interés de los distintos depósitos a corto plazo continuaron favoreciendo un proceso de sustitución en M3, con desplazamientos hacia los depósitos a la vista y, por tanto, hacia M1.

En cuanto a las contrapartidas de M3, la tasa de crecimiento interanual de los préstamos al sector

Gráfico 6 Crecimiento de M3

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



Fuente: BCE.

privado, el principal componente del crédito bancario total, aumentó hasta el $-0,4\%$ en el primer trimestre de 2010 y el $0,1\%$ en abril, después de situarse en el $-0,6\%$ en el último trimestre de 2009. Por sectores, la tasa de crecimiento interanual de los préstamos a los hogares continuó incrementándose moderadamente en el primer trimestre y en abril de 2010, reconfirmando que se ha alcanzado un punto de inflexión en el ciclo de crecimiento de los préstamos. Al mismo tiempo, la tasa de crecimiento interanual de los préstamos a las sociedades no financieras volvió a disminuir y se mantuvo en niveles negativos. Las regularidades del ciclo económico sugieren que el crecimiento interanual de los préstamos a estas sociedades debería alcanzar un punto de inflexión a mediados de 2010. El posible retraso en llegar a este punto podría reflejar, en parte, la sustitución de los préstamos por financiación en los mercados, así como una recuperación desigual en la zona del euro, en la que algunos países y sectores que anteriormente contribuyeron significativamente al crecimiento de los préstamos en la zona se estarían recuperando con mayor lentitud.

Los activos principales de las IFM aumentaron en el primer trimestre de 2010 y también en abril, como consecuencia del crecimiento de los préstamos entre IFM y de los préstamos a instituciones distintas de IFM de la zona del euro. Esta evolución aporta evidencia adicional de que se ha detenido el proceso de contracción observado en el balance de las IFM de la zona del euro en 2009.

PRINCIPALES COMPONENTES DE M3

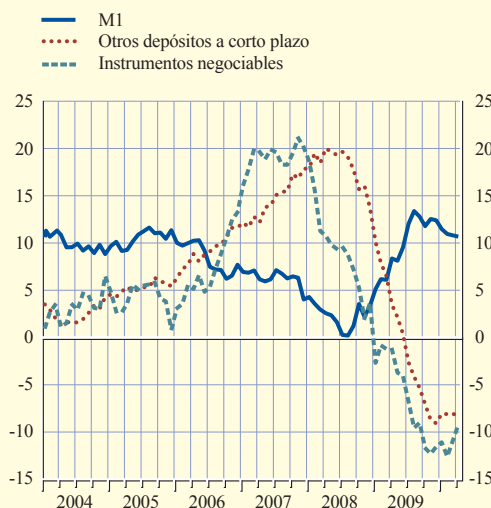
La evolución de los principales componentes de M3 en el primer trimestre de 2010 siguió el patrón observado desde finales de 2008, cuya característica básica ha sido la notable disparidad entre la sólida tasa de crecimiento interanual de M1 y la contracción observada en los componentes menos líquidos, como los depósitos a corto plazo distintos de los depósitos a la vista (es decir, M2-M1) y los valores negociables (esto es, M3-M2; véase gráfico 7). Sin embargo, existen indicios preliminares de que el grado de disparidad está reduciéndose progresivamente, ya que el volumen de las entradas en M1 y de las salidas de M3-M1 disminuyó en el primer trimestre de 2010.

Aunque la tasa de crecimiento interanual de M1 se mantuvo en niveles elevados en el primer trimestre de 2010, descendió hasta el $11,3\%$, frente al $12,3\%$ del trimestre anterior. En abril de 2010 se observó una nueva caída, hasta el $10,7\%$ (véase cuadro 1), a pesar de que los flujos mensuales de entrada en los depósitos a la vista fueron particularmente voluminosos.

En el primer trimestre de 2010, el coste de oportunidad de mantener activos incluidos en M1, frente a los depósitos menos líquidos incluidos en M3, se estabilizó. Aunque descensos anteriores de este coste de oportunidad siguieron favoreciendo el crecimiento de M1 en el citado trimestre, este efecto parece estar desapareciendo, ya que los desplazamientos de cartera dentro de M3 provocados por las variaciones de los rendimientos de los instrumentos monetarios están deteniéndose progresivamente. Al mismo tiempo, mientras el coste de oportunidad de mantener activos inclui-

Gráfico 7 Principales componentes de M3

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



Fuente: BCE.

Cuadro I Cuadro resumen de variables monetarias

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

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

Fuente: BCE.

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

dos en M1 siga siendo bajo, este componente líquido mantendrá su atractivo para los nuevos fondos acumulados en M3. Las entradas mensuales particularmente voluminosas registradas en abril en los depósitos a la vista se debieron principalmente al aumento de las tenencias de este instrumento por parte de OIF, que suelen ser volátiles. Asimismo, teniendo en cuenta las nuevas tensiones que se produjeron en algunos segmentos de los mercados financieros a finales de abril, es recomendable interpretar esta evolución mensual con cautela.

La tasa de crecimiento interanual de los depósitos a corto plazo distintos de los depósitos a la vista volvió a disminuir en el primer trimestre de 2010, hasta situarse en el -8,2%, frente al -7,7% del trimestre anterior. Este resultado continuó reflejando la evolución dispar en los subcomponentes individuales, ya que los depósitos a corto plazo (es decir, los depósitos a plazo hasta dos años) siguieron reduciéndose significativamente, mientras que los depósitos de ahorro a corto plazo (esto es, los depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses) compensaron en parte estas salidas, aunque su tasa de crecimiento interanual fue inferior a la registrada el trimestre anterior. Las consideraciones relativas a la remuneración también han influido en esta disparidad en los últimos trimestres, pues el descenso total del tipo de interés al que se remuneran los depósitos a corto plazo ha sido mucho más acusado que el caso de los depósitos de ahorro. La disminución de los depósitos a corto plazo distintos de los depósitos a la vista continuó a un ritmo ligeramente acelerado en abril de 2010, ya que la tasa de crecimiento interanual volvió a reducirse, situándose en el -8,5%.

Los instrumentos negociables incluidos en M3 también registraron una nueva disminución en el primer trimestre de 2010 y su tasa de crecimiento interanual se situó en el -11,6%, frente al -11,4% del trimestre anterior. Esta reducción se debió a que, en el primer trimestre de 2010, volvieron a producirse significativas amortizaciones de participaciones en fondos del mercado monetario en poder de los sectores tenedores de dinero. La estabilización de los tipos de interés a corto plazo del mercado monetario en niveles particularmente bajos sugiere que la remuneración de este instrumento, que está estrechamente ligada a estos tipos, también es reducida. Esta situación ha impulsado por lo general a los inversores a

buscar rentabilidades más altas en instrumentos alternativos, como los depósitos a más largo plazo y las participaciones en otros tipos de fondos de inversión (para más detalles sobre la evolución de la inversión financiera del sector no financiero, véase la sección 2.2.). Al mismo tiempo, las tasas de crecimiento interanual de las cesiones temporales y de los valores distintos de acciones hasta dos años fueron menos negativas en el primer trimestre de 2010, tras registrar flujos positivos moderados en ese período. Estos flujos continuaron en abril, por lo que la tasa de crecimiento interanual de los instrumentos negociables fue menos negativa (-9,2%).

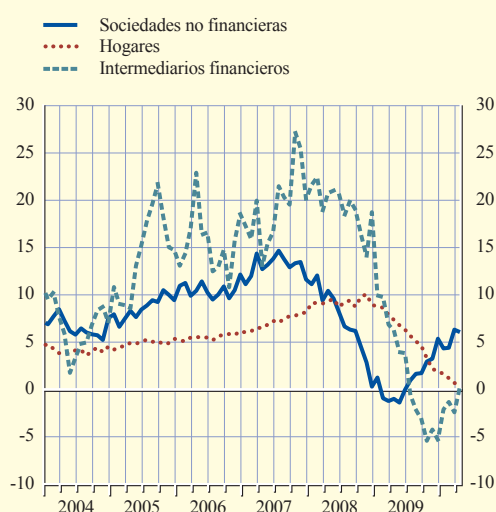
La tasa de crecimiento interanual de los depósitos de M3, que incluye los depósitos a corto plazo y las cesiones temporales y que constituye el agregado monetario más amplio para el que se dispone de información fiable por sectores, volvió a caer ligeramente hasta situarse en el 1,1% en el primer trimestre de 2010, desde el 1,4% del último trimestre de 2009. Este descenso obedeció, principalmente, a la notable y continua desaceleración de la tasa de crecimiento interanual de los depósitos de M3 de los hogares, que disminuyó hasta el 1,4% en el primer trimestre de 2010 y se redujo de nuevo, hasta el 0,3%, en abril (véase gráfico 8). La evolución de las tenencias de depósitos de M3 de los hogares está en consonancia con los principales factores determinantes de estas tenencias, que son la renta (que tiende a ir con un desfase con respecto a la actividad económica general) y la configuración de los tipos de interés. Al mismo tiempo, la acusada caída del crecimiento de las tenencias de depósitos de M3 de los hogares sugiere que puede estar reflejando, en parte, una corrección del significativo incremento que experimentaron estos saldos a finales de 2008.

La tasa de crecimiento interanual de los depósitos de M3 que obran en poder de las sociedades no financieras aumentó hasta situarse en el 4,9% en el primer trimestre de 2010, frente al 3,2% del trimestre anterior, arrebatando así a los hogares el papel de sector que más ha contribuido a la tasa de crecimiento interanual de los depósitos totales de M3 en los últimos meses. La recuperación de los depósitos de M3 que mantienen las sociedades no financieras suele preceder a la reactivación de los depósitos de los hogares y de los préstamos de las IFM a las sociedades no financieras, ya que las empresas tienden a reponer sus reservas de liquidez y a recurrir a la financiación interna en las fases iniciales de una recuperación económica. Sin embargo, en las circunstancias actuales, la acumulación adicional de efectivo (en parte generada mediante emisiones de valores) puede reflejar, en cierta medida, la inquietud en torno a la disponibilidad de financiación bancaria.

La tasa de crecimiento interanual de las tenencias de depósitos de M3 de los intermediarios financieros no monetarios se mantuvo en niveles negativos en el primer trimestre de 2010, aunque menos que en el trimestre anterior. Sin embargo, esta tasa aumentó hasta el 0,3% en abril, como consecuencia del aumento mensual especialmente significativo en las tenencias de depósitos a la vista y cesiones temporales de OIF. Esta evolución está relacionada, en gran medida, con la mayor activi-

Gráfico 8 Depósitos a corto plazo y cesiones temporales

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



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

dad de operaciones interbancarias con garantías liquidadas a través de entidades de contrapartida central, que se clasifican dentro del sector de OIF. Estos tipos de operaciones suelen ser muy volátiles y, por tanto, no puede considerarse que apunten a cambios más duraderos en la dinámica monetaria.

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 volvió a descender en el primer trimestre de 2010 (hasta el 1,9%, desde el 3% del trimestre anterior), antes de estabilizarse en el 1,8% en abril de 2010 (véase cuadro 1). La caída del primer trimestre obedeció a las nuevas reducciones de la tasa de crecimiento interanual del crédito de las IFM a las Administraciones Públicas y al sector privado. Sin embargo, la evolución de abril oculta movimientos opuestos en estos dos componentes principales. Mientras que el crecimiento interanual de crédito a las Administraciones Públicas se redujo nuevamente, el del crédito al sector privado se estabilizó.

El continuo descenso de la tasa de crecimiento interanual del crédito de las IFM a las Administraciones Públicas (que se situó en el 8,7% en abril de 2010, frente al 14,2% del cuarto trimestre de 2009) se debió a que se fue reduciendo gradualmente la constante acumulación de valores públicos por parte del sector de las IFM. Las ventas de este tipo de valores por parte de las IFM observadas a finales de año han disminuido en los tres meses analizados. De cara al futuro, queda por ver cómo van a evolucionar las tenencias de valores públicos por parte del sector de las IFM en el contexto de las tensiones registradas en algunos mercados de deuda soberana y de las consiguientes medidas de política monetaria.

La tasa de crecimiento interanual del crédito concedido por las IFM al sector privado continuó disminuyendo en el primer trimestre de 2010, hasta situarse en el 0,3% (frente al 0,8% del trimestre anterior), y se estabilizó en dicho nivel en abril. La tasa de crecimiento interanual de las tenencias de valores distintos de acciones del sector privado por parte de las IFM descendió nuevamente, desde el 15,6% en el cuarto trimestre hasta el 5,1% en el primer trimestre y el 1,2% en abril. Esta caída puede explicarse, al menos en parte, por el debilitamiento de las operaciones de titulización retenidas, tras la intensa actividad observada en el primer semestre de 2009. En cambio, la tasa de crecimiento interanual de las tenencias de acciones y otras participaciones por parte de las IFM aumentó hasta el 0,8% en el primer trimestre de 2010, desde el -3,0% del cuarto trimestre, antes de volver a recuperarse y situarse en el 2,4% en abril.

La tasa de crecimiento interanual de los préstamos de las IFM al sector privado (el principal componente del crédito otorgado a este sector) aumentó en el primer trimestre de 2010, hasta el -0,4%, desde el -0,6% del trimestre anterior, y volvió a incrementarse hasta el 0,1% en abril (véase cuadro 1). Esta evolución podría señalar la ruptura de la tendencia a la baja de los préstamos al sector privado observada desde el primer semestre de 2008. La diferencia con respecto a las series ajustadas por el impacto de las operaciones de titulización fuera de balance o real ha desaparecido prácticamente, lo cual es reflejo de la moderación de los flujos de titulización observados, en promedio, en los doce últimos meses. De hecho, el flujo de préstamos dados de baja del balance ha sido negativo en los últimos meses, como consecuencia de las amortizaciones. Por tanto, en ausencia de una reactivación de las operaciones de titulización real, sería de esperar que el crecimiento interanual de la serie ajustada cayera ligeramente por debajo del de la serie no ajustada en los próximos trimestres.

El ligero aumento de la tasa de crecimiento interanual de los préstamos al sector privado observado en el primer trimestre de 2010 es consecuencia del nuevo impulso de los préstamos a hogares, así como de la moderación de la evolución a la baja de los préstamos otorgados a las sociedades no financieras. El incremento adicional registrado en abril se debió, en gran medida, a los significativos flujos mensuales positivos de préstamos a OIF, que estuvieron relacionados con la liquidación de operaciones interban-

carias a través de entidades de contrapartida centrales, y, en menor medida, al mantenimiento de los flujos positivos de préstamos a hogares.

Los continuos aumentos de la tasa de crecimiento interanual de los préstamos a hogares confirman el punto de inflexión observado durante 2009. Sin embargo, no apuntan a una recuperación rápida de los préstamos a este sector, dado que los incrementos son moderados. De hecho, los flujos mensuales de préstamos a hogares para adquisición de vivienda, que siguen siendo el principal motor de la recuperación de los préstamos a hogares, se han estabilizado en niveles situados entre 10 mm de euros y 15 mm de euros en los seis últimos meses, volúmenes que son relativamente reducidos en comparación con los flujos medios mensuales de alrededor de 20 mm de euros observados durante el período comprendido entre febrero de 2003 y septiembre de 2008.

La tasa de crecimiento interanual de los préstamos otorgados a las sociedades no financieras se redujo hasta el -2,5% en el primer trimestre de 2010, desde el -1,4% del trimestre anterior. Después de haber mostrado algunos signos preliminares de estabilización a principios de 2010, cayó hasta el -2,6% en abril. La evolución sigue estando determinada por flujos negativos en los préstamos hasta cinco años, mientras que los flujos mensuales de préstamos a más de cinco años se han mantenido en niveles positivos, en promedio.

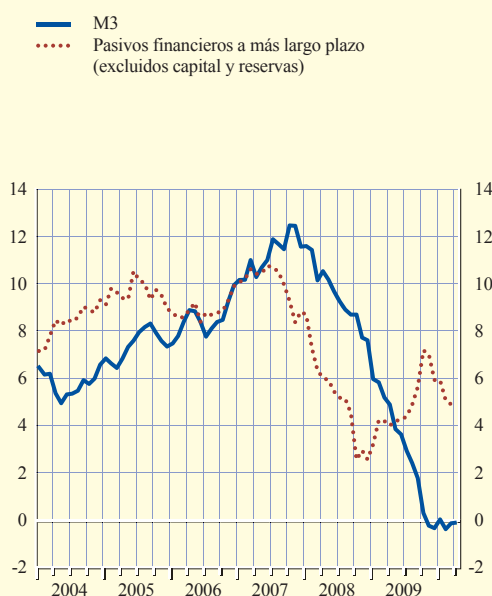
La debilidad de los préstamos a las sociedades no financieras, especialmente los de vencimiento a más corto plazo, puede reflejar, en parte, una recuperación de los flujos de efectivo y de los beneficios no distribuidos, en particular en sectores orientados a la exportación. Ello implica una menor necesidad de cubrir sus necesidades de financiación a corto plazo con préstamos bancarios y de sustituir la deuda a corto plazo vencida por nuevos préstamos, lo cual también es visible en la acumulación de depósitos por parte de las sociedades no financieras. Además, también es probable que la sustitución de la financiación bancaria por financiación en los mercados, así como los todavía moderados niveles de la demanda interna y, en particular, la debilidad observada en la evolución de los sectores de la construcción y de la vivienda hayan contribuido a la atonía del endeudamiento de las empresas (para un análisis más detallado de la evolución de los préstamos y de la financiación por sectores, véanse las secciones 2.6 y 2.7).

En términos generales, la evolución de los préstamos al sector privado no financiero sigue siendo acorde con las regularidades históricas del ciclo económico. El punto de inflexión en la trayectoria de los préstamos reales a los hogares se ha producido aproximadamente al mismo tiempo que la recuperación del crecimiento interanual del PIB real. Teniendo esto en cuenta, cabría esperar un punto de inflexión en el crecimiento de los préstamos a las sociedades no financieras a mediados de 2010.

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) descendió hasta el 5,4% en el primer trimestre de 2010, desde el 6,7% del trimestre anterior, y siguió cayendo en abril hasta situarse en el 5,1% (véase gráfico 9). Esta evolución se explica por la reducción del crecimiento interanual de los depósitos a largo plazo (es decir, los depósitos a más de dos años y los disponibles con preaviso superior a tres meses), lo cual es indicativo de que el desplazamiento de carteras desde los depósitos de M3 hacia los depósitos a más largo plazo como consecuencia de la actual configuración de los tipos de interés ha perdido impulso. Al mismo tiempo, la tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones a más de dos años volvió a aumentar hasta situarse en el 3,7% en abril, frente al 3,2% del primer trimestre de 2010 y el 2,9% del cuarto trimestre de 2009. Los últimos meses han sido testigos, en términos medios, de un retorno de los sectores tenedores de dinero a las compras de valores distintos de acciones de entidades de crédito.

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

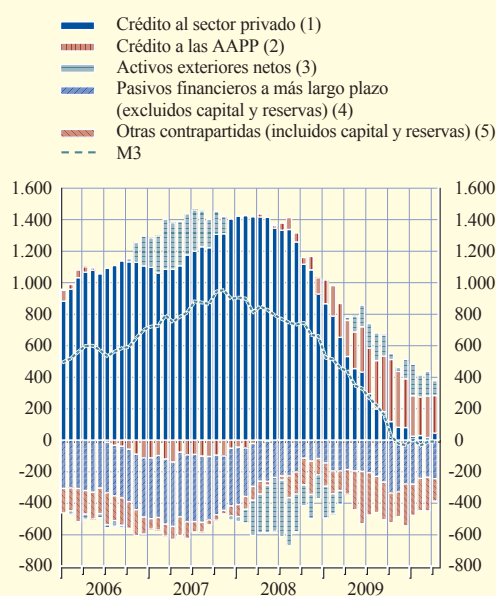
(tasas de variación interanual; datos ajustados de efectos estacionales y de calendario)



Fuente: BCE.

Gráfico 10 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.

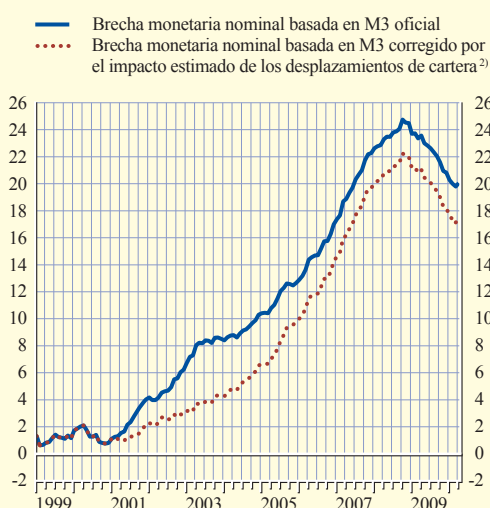
Por último, las entradas interanuales en la posición acreedora neta frente al exterior del sector de las IFM aumentaron a 156 mm de euros en el primer trimestre de 2010, desde los 123 mm de euros del trimestre anterior (véase gráfico 10). En abril, estos flujos interanuales se redujeron hasta 95 mm de euros, como consecuencia casi exclusivamente de efectos de base. Los flujos interanuales positivos en la posición acreedora neta frente al exterior ocultan el hecho de que tanto los activos exteriores brutos como los pasivos exteriores brutos han seguido disminuyendo, en términos interanuales, en los primeros meses de 2010. Sin embargo, las salidas interanuales de las posiciones brutas han vuelto a descender significativamente en los últimos meses, y las entradas mensuales en activos exteriores brutos han sido moderadamente positivas desde finales de 2009.

VALORACIÓN GENERAL DE LA SITUACIÓN DE LIQUIDEZ MONETARIA EN LA ZONA DEL EURO

Teniendo en cuenta la evolución de las brechas monetarias nominal y real, la cantidad de liquidez monetaria de la zona del euro volvió a disminuir en el primer trimestre de 2010, aunque repuntó ligeramente en abril y se mantuvo en niveles elevados (véanse gráficos 11 y 12). Estas medidas de la situación de liquidez deben interpretarse con cautela, ya que se basan en una valoración de tenencias de dinero de equilibrio, que siempre es incierta y especialmente en estos momentos después de la crisis financiera. Ciertamente, las diferencias entre las distintas medidas de la brecha monetaria pueden tomarse como una indicación de la considerable incertidumbre existente en torno a la situación de liquidez en la zona del euro en la coyuntura actual. No obstante estas matizaciones, estas medidas apuntan a una clara acumulación de liquidez monetaria en los últimos años, y es poco probable que el período de crecimiento moderado de M3 observado desde finales de 2008 haya revertido la liquidez acumulada anteriormente. En el recuadro 1 se comentan los efectos del «Programa para los Mercados de Valores» anunciado por

Gráfico 11 Estimaciones de la brecha monetaria nominal¹⁾

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



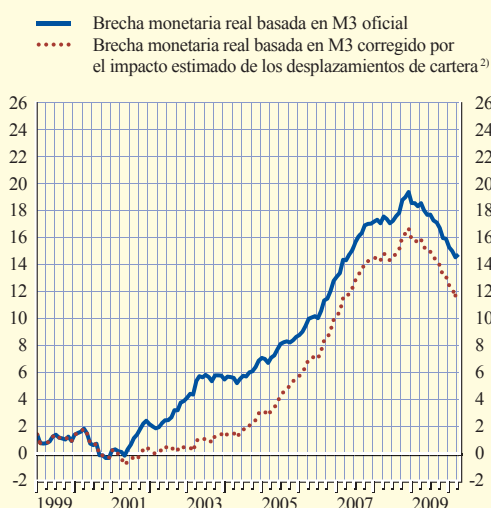
Fuente: BCE.

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

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

Gráfico 12 Estimaciones de la brecha monetaria real¹⁾

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



Fuente: BCE.

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

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

el Consejo de Gobierno el 10 de mayo de 2010 sobre el crecimiento monetario y la liquidez de la zona del euro.

En resumen, la persistencia del débil crecimiento de M3 y del crédito respalda la valoración de que el ritmo de expansión monetaria subyacente es moderado y de que las presiones inflacionistas a medio plazo permanecen contenidas. Al mismo tiempo, los últimos datos también sugieren que la marcada trayectoria descendente de la evolución monetaria de meses anteriores ha cedido el paso a la estabilización, aunque a pequeña escala. El crecimiento de M3 sigue infravalorando el ritmo de crecimiento monetario subyacente, debido al acusado (aunque cada vez menor) impacto a la baja de la pronunciada pendiente de la curva de rendimientos.

Recuadro I

EL CRECIMIENTO MONETARIO EN LA ZONA DEL EURO Y EL «PROGRAMA PARA LOS MERCADOS DE VALORES»

El «Programa para los Mercados de Valores» (SMP, en sus siglas en inglés), anunciado por el Consejo de Gobierno el 10 de mayo de 2010, tiene como fin asegurar la profundidad y la liquidez en los segmentos disfuncionales de los mercados de renta fija y restablecer el funcionamiento adecuado del

mecanismo de transmisión de la política monetaria¹. Dado que las compras de valores distintos de acciones realizadas en el contexto del SMP se esterilizan, no modifican la liquidez del banco central. Es importante señalar que el SMP no afecta a la orientación de la política monetaria determinada por el Consejo de Gobierno. En este recuadro se analizan diferentes conceptos de liquidez y, en particular, se explica en qué grado el programa podría tener efectos directos o indirectos sobre la liquidez monetaria, medida en términos de agregados monetarios amplios.

Diferentes conceptos de liquidez

Una consideración básica que condujo a la puesta en marcha del SMP fue la incapacidad de determinados segmentos de los mercados financieros de absorber operaciones sin un efecto excesivo sobre los precios. Este es el concepto de liquidez, conocido comúnmente como *liquidez de los mercados financieros*², que pretende restablecer el SMP. En cambio, el SMP no alberga el propósito de alterar las tenencias de *liquidez del banco central* de las entidades de crédito, un concepto que se centra en la capacidad de las entidades de crédito de atender sus obligaciones con depósitos mantenidos en el banco central. Al mismo tiempo, el SMP tampoco debería afectar a la *liquidez monetaria* de la zona del euro, que está relacionada con la capacidad de pago del sector tenedor de dinero y suele medirse utilizando un agregado monetario amplio, como M3 en el caso de la zona del euro.

Exclusión de los efectos directos sobre la liquidez del banco central y sobre M3

El SMP supone la compra de valores distintos de acciones por parte del Eurosistema a sus contrapartes. En primera instancia, estas compras se liquidan aumentando los saldos en cuenta corriente del sector de las IFM en el Eurosistema. Un elemento esencial del SMP es la reabsorción de estos depósitos de elevada liquidez mediante operaciones de ajuste, convirtiéndolos en depósitos a plazo fijo. Esta esterilización tiene como fin mantener sin variación, a escala agregada, las tenencias de liquidez del banco central de las entidades de crédito.

Además, el SMP no tiene efectos mecánicos en los agregados monetarios de la zona del euro (las partidas incluidas en los recuadros azules del gráfico), dado que se extraen del balance consolidado de las IFM, es decir, netos de todas las operaciones que se producen entre el Eurosistema y otras IFM (las partidas que figuran en los recuadros rojos del gráfico). Por tanto, desde el punto de vista contable, las operaciones del Eurosistema con las entidades de crédito no pueden tener ningún impacto en M3, independientemente de su volumen.

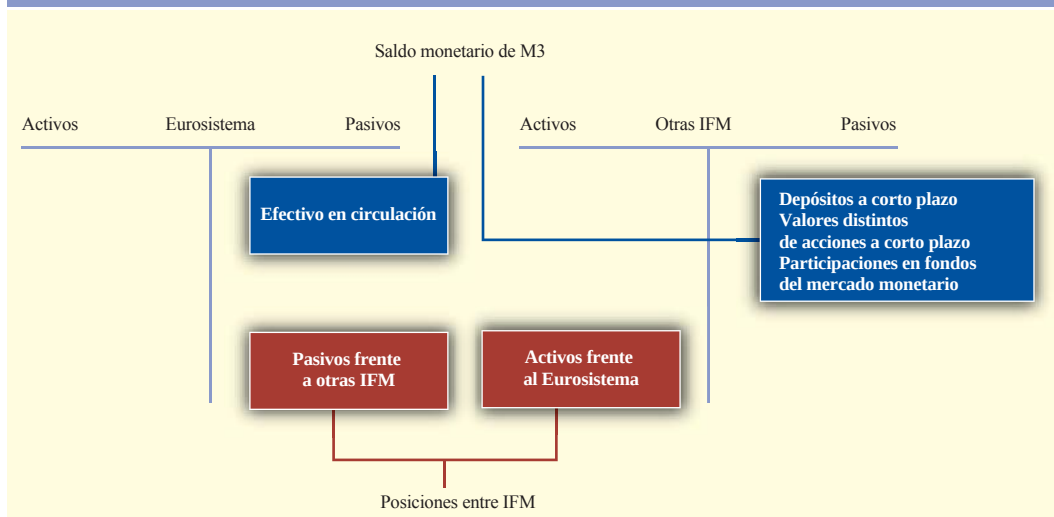
¿Puede un cambio en la composición de las carteras tener un impacto indirecto sobre el dinero?

El funcionamiento ordenado de los mercados financieros es necesario para la transmisión adecuada de la orientación de la política monetaria determinada por el Consejo de Gobierno a la economía. Sin embargo, en el caso de un mal funcionamiento de los mercados, unas primas de liquidez excesivas encarecen la financiación de las entidades de crédito (por ejemplo, a través del papel de referencia que desempeñan los rendimientos de la deuda pública para los valores de renta fija de las entidades de crédito) y, en última instancia, aumentan de forma inadecuada el coste del crédito para las sociedades no financieras y los hogares. Al restablecer unas condiciones de mercado más orde-

1 Véase el recuadro titulado «Medidas adicionales decididas por el Consejo de Gobierno», en el Boletín Mensual de mayo de 2010.

2 La liquidez de los mercados financieros se define generalmente como la capacidad para realizar operaciones de forma que se ajusten las carteras y los perfiles de riesgo sin alterar los precios subyacentes (véase A. Crockett, «Market liquidity and financial stability», Banque de France, *Financial Stability Review*, Special issue on liquidity, n.º 11, febrero de 2008).

Pasivos monetarios de las IFM y posiciones de las distintas IFM



Fuente: BCE.

Nota: Esta representación esquemática se centra únicamente en las partidas del balance que son relevantes para las cuestiones que se tratan en el recuadro.

nadas, el SMP favorece en los mercados con perturbaciones una configuración de la rentabilidad y del riesgo de los activos financieros que está más en consonancia con una transmisión normal de la orientación de la política monetaria. Por tanto, frente a una situación en la que se permitió la proliferación de perturbaciones en los mercados, el SMP generará un cambio en la composición de las carteras de los participantes en los mercados financieros. Con este cambio, el SMP hace que la configuración de los rendimientos sea más compatible con las condiciones que prevalecerían en una situación de funcionamiento ordenado de los mercados financieros y, en consecuencia, limita cualquier efecto procedente de mercados desordenados sobre la economía y, por ende, sobre los agregados monetarios³.

La liquidez monetaria es esencial para la evolución de la inflación

Desde una perspectiva de medio y largo plazo, la inflación está estrechamente relacionada con los agregados monetarios amplios. La existencia de esta relación se ha constatado en diferentes países y regímenes de política monetaria, lo que apunta a que esta característica está firmemente arraigada en la estructura de la economía. La evidencia empírica confirma esta relación para la zona del euro y avala el destacado papel otorgado al dinero en la estrategia de política monetaria del BCE. Asimismo sugiere que la inflación no está relacionada con las fluctuaciones a corto plazo de los agregados monetarios. En la medida en que el SMP restablezca el funcionamiento ordenado de los mercados financieros y, por tanto, cree una configuración de rendimientos adecuada y se esterilicen las compras, existen razones sobradas para considerar que la evolución del agregado monetario amplio a

3 Aunque todas las compras se liquidan a través de instituciones de crédito de la zona del euro, inicialmente los valores pueden haber estado en poder de instituciones distintas de IFM. En este sentido, puede resultar útil distinguir entre tenedores residentes y no residentes. Las compras de valores que han estado inicialmente en poder del sector tenedor de dinero de la zona del euro podrían generar mayores tenencias de dinero si los vendedores modifican el comportamiento de sus carteras y pasan a tener activos monetarios más líquidos. Sin embargo, en la medida en que se restablezcan unas condiciones ordenadas en los mercados, dichos cambios en el comportamiento de las carteras no parecerían estar justificados. Las compras de valores inicialmente en manos de no residentes son neutrales con respecto a los agregados monetarios, ya que están compensadas por un descenso de la posición acreedora neta frente al exterior.

medio y largo plazo no se verá afectada. Así pues, el SMP no debería generar riesgos para la estabilidad de precios, en particular los que se derivan de la evolución de la liquidez monetaria.

Conclusiones

En resumen, existen diferencias claras e importantes entre el SMP y los programas de compra de activos cuyo fin es proporcionar un estímulo monetario adicional a la economía, ya que el SMP está concebido para ser neutral con respecto a la oferta de dinero, mientras que los segundos pretenden impulsarla.

La estrategia de política monetaria del BCE garantiza que se efectúe un seguimiento regular de la evolución del dinero y del crédito en la zona del euro y que se tenga en cuenta esta dinámica en la formulación de la política monetaria, lo cual, a su vez, ofrece una salvaguardia frente a cualquier efecto no deseado sobre los riesgos para la estabilidad de precios resultante de la evolución monetaria.

2.2 INVERSIÓN FINANCIERA DE LOS SECTORES NO FINANCIEROS E INVERSORES INSTITUCIONALES

La tasa de crecimiento interanual de la inversión financiera total de los sectores no financieros disminuyó significativamente en el cuarto trimestre de 2009, principalmente debido al considerable descenso de la inversión por parte del sector de Administraciones Públicas. Los flujos interanuales de entrada en participaciones en fondos de inversión volvieron a aumentar en el primer trimestre de 2010, reflejando la pronunciada pendiente de la curva de rendimientos y la mejora de la confianza de los inversores en ese período. La tasa de crecimiento interanual de la inversión financiera de las empresas de seguros y los fondos de pensiones siguió ascendiendo en el cuarto trimestre de 2009, como consecuencia del incremento de la inversión de los sectores tenedores de dinero en reservas técnicas de seguro.

SECTORES NO FINANCIEROS

En el cuarto trimestre de 2009 (el más reciente para el que se dispone de datos de las cuentas de la zona del euro), la tasa de crecimiento interanual de la inversión financiera total de los sectores no financieros disminuyó hasta el 2,6%, lo que representa un descenso notable con respecto a la tasa del 3,6% registrada el trimestre anterior y la cifra más baja desde el comienzo de la tercera fase de la UEM (véase cuadro 2). Esta evolución se debió, principalmente, a la menor contribución de la inversión en efectivo y depósitos, y en acciones no cotizadas y otras participaciones, así como, aunque en menor medida, a una caída de la aportación de los valores distintos de acciones, situándose en niveles negativos. En cambio, la contribución de las reservas técnicas de seguro y de las participaciones en fondos de inversión volvió a aumentar, aunque se mantuvo en cotas ligeramente negativas en este último caso (en términos de tasas de crecimiento interanual).

Por lo que respecta al detalle por sectores, la significativa disminución de la tasa de crecimiento interanual de la inversión financiera total fue consecuencia, principalmente, del considerable descenso de la aportación de las Administraciones Públicas (véase gráfico 13). La tasa de crecimiento interanual de la inversión financiera de este sector se redujo de forma acusada en el cuarto trimestre de 2009, desde los niveles máximos registrados en los cuatro trimestres anteriores hasta niveles cercanos a los observados, en promedio, en el pasado. Esta caída fue reflejo de recortes cuantiosos en la concesión de préstamos y en las compras de acciones y valores distintos de acciones (relacionados principalmente con efectos de base) y de la reducción de las tenencias de depósitos. Los efectos de base están vinculados con el impacto de las

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

	Saldo vivo, en porcentaje de los activos financieros ¹⁾	Tasas de crecimiento interanual									
		2007 III	2007 IV	2008 I	2008 II	2008 III	2008 IV	2009 I	2009 II	2009 III	2009 IV
Inversión financiera	100	5,2	5,2	4,8	4,1	3,9	4,1	3,8	3,8	3,6	2,6
Efectivo y depósitos	24	6,9	6,3	6,4	5,4	5,5	6,9	7,2	6,8	5,7	3,4
Valores distintos de acciones, excluidos derivados financieros	6	6,0	5,9	3,7	1,6	2,5	4,5	4,4	3,6	2,6	-1,6
De los cuales: A corto plazo	0	35,5	32,7	17,2	8,1	-10,5	4,3	-16,0	-19,1	-12,9	-24,5
De los cuales: A largo plazo	5	2,9	3,3	2,0	0,8	4,4	4,5	7,2	6,3	4,4	1,1
Acciones y otras participaciones, excluidas participaciones en fondos de inversión	29	3,2	3,9	3,8	3,4	3,1	3,8	4,4	4,7	4,4	2,9
De las cuales: Acciones cotizadas	6	1,7	3,3	3,5	4,2	4,3	3,1	4,3	4,5	6,2	7,1
De las cuales: Acciones no cotizadas y otras participaciones	23	3,8	4,1	3,8	3,1	2,7	4,0	4,4	4,8	3,9	1,8
Participaciones en fondos de inversión	5	-1,0	-3,1	-4,8	-5,7	-5,8	-6,4	-5,4	-4,9	-2,9	-0,1
Reservas técnicas de seguro	15	5,2	4,7	4,2	3,7	3,4	2,7	2,7	3,3	3,9	5,1
Otros ²⁾	21	8,9	9,5	8,8	8,2	7,1	5,6	2,4	2,1	1,8	1,7
M3 ³⁾		11,5	11,6	10,1	9,7	8,7	7,6	5,2	3,6	1,8	-0,3

Fuente: BCE.

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

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

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

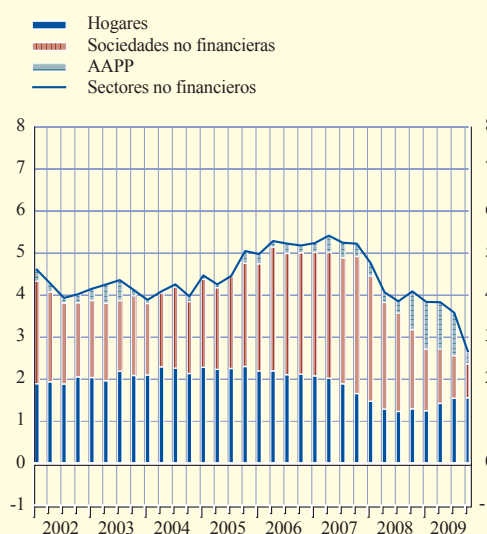
medidas de respaldo público al sector bancario, que se adoptaron a finales de 2008 y principios de 2009 y que ahora se están eliminando de los flujos interanuales utilizados para calcular la tasa de crecimiento interanual de la inversión financiera total de las Administraciones Públicas. La contribución del sector de sociedades no financieras también volvió a descender ligeramente, sobre todo debido a la reducción de las tenencias de acciones y otras participaciones. La aportación de los hogares permaneció prácticamente sin variación. Para obtener información más detallada sobre la evolución de la inversión financiera del sector privado, véanse las secciones 2.6 y 2.7.

INVERSORES INSTITUCIONALES

Las nuevas estadísticas armonizadas de la zona del euro sobre fondos de inversión indican que los flujos de entrada en participaciones en fondos de inversión (excluidos los fondos del mercado monetario) ascendieron a un total de 516 mm de euros entre el segundo trimestre de 2009 y el primer trimestre de 2010, lo que supone una tasa de crecimiento interanual del 11,9%¹. El aumento de estos flujos debería considerarse en un contexto de

Gráfico 13 Inversión financiera de los sectores no financieros

(tasas de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales)



Fuente: BCE.

1 Las entradas incluyen también compras significativas de participaciones en fondos de inversión por parte de dos fondos de pensiones holandeses, por un importe total de más de 97 mm de euros en julio de 2009 y de alrededor de 70 mm de euros en junio de 2009.

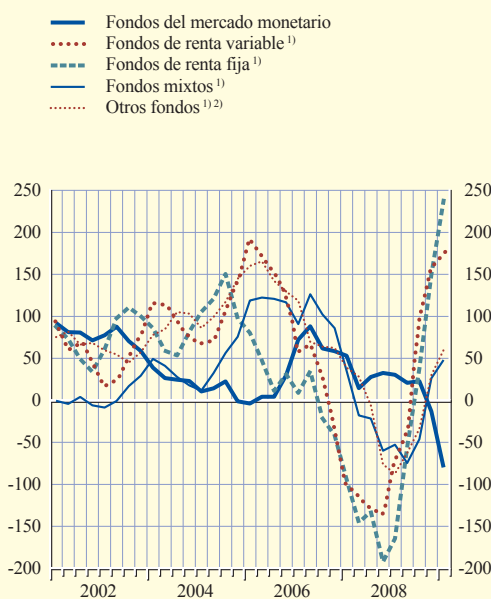
pronunciada pendiente de la curva de rendimientos y de mejora de la situación en los mercados financieros en el citado período. Estos dos factores propiciaron un incremento de los desplazamientos de activos monetarios hacia activos a más largo plazo y de mayor riesgo.

El desglose por política de inversión de las emisiones netas de participaciones en fondos de inversión indica que la mayor parte del crecimiento de estas participaciones volvió a deberse a los significativos y crecientes flujos de entrada interanuales en los fondos de renta variable y de renta fija en el primer trimestre de 2010 (véase gráfico 14). Al mismo tiempo, las entradas interanuales en los fondos mixtos y en otros fondos fueron más limitadas, aunque también experimentaron un aumento moderado. A diferencia de otros tipos de fondos y en consonancia con la forma de la curva de rendimientos, los fondos del mercado monetario registraron nuevamente salidas trimestrales notables en el primer trimestre, arrojando una tasa de crecimiento interanual negativa del -10,2%.

En términos intertrimestrales, las entradas en participaciones en fondos de inversión (excluidos los fondos del mercado monetario) se elevaron a un total de 130 mm de euros en el primer trimestre de 2010 (según datos sin desestacionalizar), frente a la cifra de 107 mm de euros del trimestre anterior. Este incremento se debió principalmente al notable aumento de los flujos de entrada en fondos de renta fija, mientras que las entradas en fondos de renta variable y fondos mixtos disminuyeron con respecto al trimestre precedente. Las entradas de 130 mm de euros representaron un 40% del ascenso que experi-

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

(mm de euros)



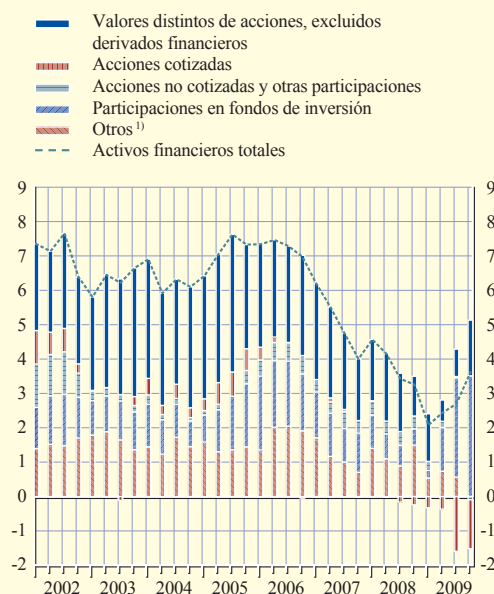
Fuentes: BCE y EFAMA.

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

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

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

(tasas de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales)



Fuente: BCE.

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

mentó el saldo vivo de emisiones de participaciones en fondos de inversión, y el resto de la subida se debió a significativos efectos de valoración positivos. Estos efectos de valoración fueron especialmente marcados en el caso de los fondos de renta variable, aunque también fueron considerables en el caso de los fondos de renta fija y de los fondos mixtos.

La tasa de crecimiento interanual de la inversión financiera total de las empresas de seguros y los fondos de pensiones aumentó hasta el 3,6% en el cuarto trimestre de 2009, desde el 2,7% del trimestre anterior (véase gráfico 15). Este incremento estuvo determinado principalmente por la mayor contribución de la inversión en valores distintos de acciones y en participaciones en fondos de inversión, que compensó con creces la menor aportación procedente de las tenencias de depósitos. Al mismo tiempo, la contribución negativa de la inversión en acciones cotizadas disminuyó ligeramente, pero se mantuvo en niveles muy negativos. El nuevo impulso de la inversión financiera total de las empresas de seguros y los fondos de pensiones estuvo determinado por el aumento continuo de la inversión del sector tenedor de dinero en reservas técnicas de seguro que es visible en el pasivo del balance de estas empresas y fondos.

A este respecto, conviene señalar que las entradas trimestrales en las reservas técnicas de seguro en el cuarto trimestre de 2009 fueron superiores a los flujos medios observados desde 1999 por una diferencia considerable. Es probable que esta evolución haya sido reflejo de la configuración de tipos de interés imperante, que continuó favoreciendo el desplazamiento de activos desde plazos más cortos a plazos más largos en busca de rentabilidad.

2.3 TIPOS DE INTERÉS DEL MERCADO MONETARIO

Los tipos de interés del mercado monetario aumentaron ligeramente en el período comprendido entre marzo y junio de 2010, observándose un grado elevado de volatilidad, especialmente en el segmento de mercado con garantías. Los diferenciales entre los tipos sin garantías y con garantías también fueron volátiles, aunque se mantuvieron elevados en comparación con los niveles observados antes del comienzo de las turbulencias de los mercados financieros en agosto de 2007. En cierta medida, esta evolución reflejó las tensiones asociadas a la preocupación de los participantes en el mercado acerca de los riesgos soberanos en algunos países de la zona del euro, pese a la persistencia de unas condiciones de abundancia de liquidez. En respuesta a estas tensiones incipientes, el 10 de mayo de 2010, el Consejo de Gobierno del BCE anunció la adopción de varias medidas, entre las que se incluye la creación de un Programa para los Mercados de Valores.

Los tipos de interés del mercado monetario sin garantías aumentaron ligeramente en todos los plazos de vencimiento en los tres últimos meses. El 9 de junio de 2010, los tipos EURIBOR a un mes, a tres meses, a seis meses y a doce meses se situaban en el 0,44%, el 0,72%, el 1% y el 1,27%, respectivamente, esto es, 2, 6, 4 y 5 puntos básicos por encima de los niveles observados el 3 de marzo de 2010. En total, el diferencial entre el EURIBOR a doce meses y a un mes, un indicador de la pendiente de la curva de rendimientos del mercado monetario, registró un incremento de 3 puntos básicos en ese período, y el 9 de junio era de 83 puntos básicos (véase gráfico 16).

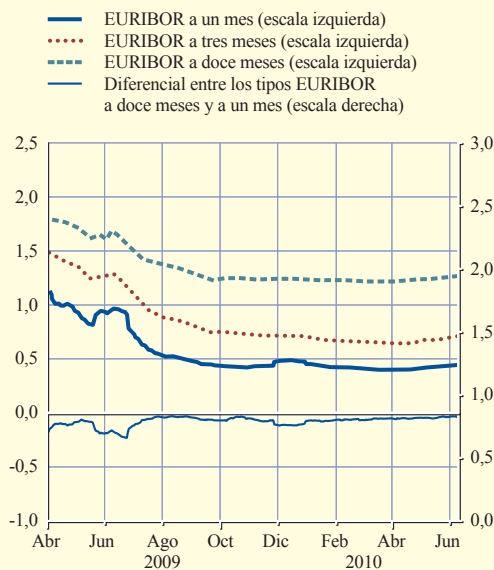
En los tres últimos meses, la evolución de los tipos de interés del mercado monetario con garantías fue volátil, como fue el caso del EUREPO o de los tipos derivados de los swaps del EONIA. Estos tipos experimentaron un descenso, en líneas generales, en marzo de 2010, y aumentaron sustancialmente en abril y en la primera semana de mayo, antes de descender de nuevo y situarse en niveles relativamente reducidos hacia

principios de junio. En el segmento a tres meses, el tipo *swap* del EONIA se situó en 40 puntos básicos el 9 de junio, alrededor de 3 puntos básicos por encima del nivel del 3 de marzo. En consecuencia, el diferencial entre este tipo de interés del mercado monetario con garantías y el EURIBOR sin garantías correspondiente se redujo de 29 puntos básicos, el 3 de marzo de 2010, a un mínimo de 21 puntos básicos el 27 de abril, antes de aumentar hasta situarse en 31 puntos básicos el 9 de junio. En general, estos diferenciales siguen siendo relativamente amplios si se comparan con los niveles observados antes de que comenzaran las turbulencias en los mercados financieros en agosto de 2007 (véase gráfico 17). La evolución observada hacia el final del período de referencia reflejó, en parte, las tensiones recientes relacionadas con la preocupación de los participantes en los mercados financieros acerca de los riesgos soberanos en algunos países de la zona del euro, pese a la persistencia de unas condiciones de abundancia de liquidez.

El 9 de junio, los tipos de interés implícitos en los precios de los futuros del EURIBOR a tres meses con vencimiento en septiembre y diciembre de 2010 y

Gráfico 16 Tipos de interés del mercado monetario

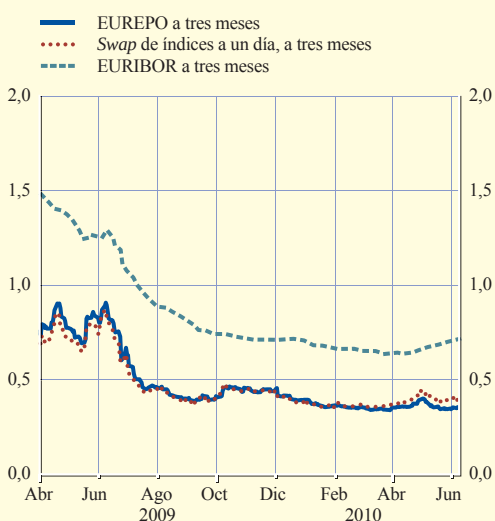
(en porcentaje; diferencial en puntos porcentuales; datos diarios)



Fuentes: BCE y Reuters.

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

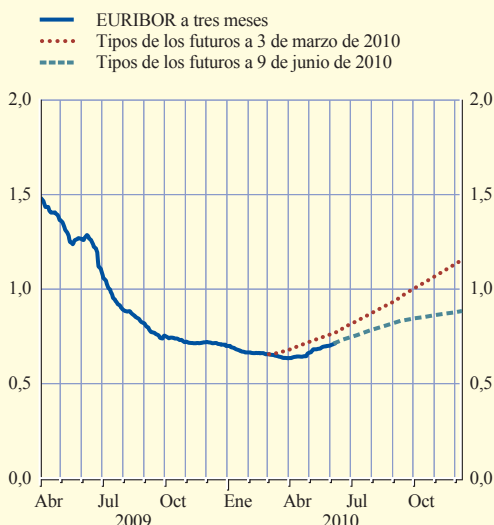
(en porcentaje; datos diarios)



Fuentes: BCE, Bloomberg y Reuters.

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

(en porcentaje; datos diarios)



Fuente: Reuters.

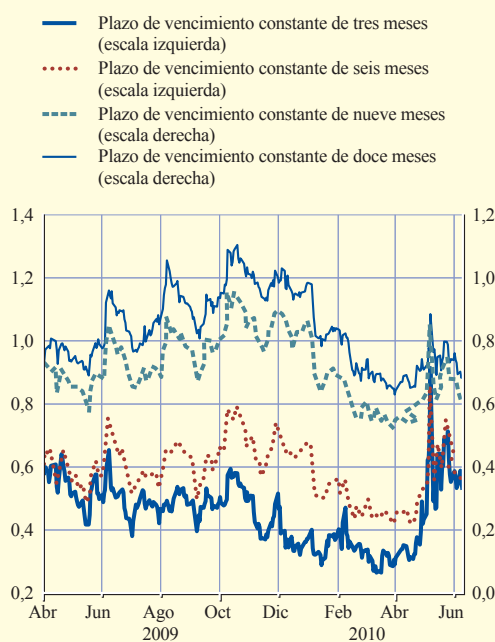
Nota: Futuros a tres meses para entrega al final del trimestre en curso y de los tres siguientes, según cotizaciones de Liffé.

marzo de 2011 se situaron en el 0,83%, el 0,89% y el 0,94%, respectivamente, lo que constituye una disminución de unos 13, 27 y 41 puntos básicos, en comparación con los niveles observados el 3 de marzo (véase gráfico 18). Las volatilidades implícitas obtenidas de las opciones sobre futuros del EURIBOR a tres meses con plazo de vencimiento constante a tres, seis, nueve y doce meses han aumentado en los tres últimos meses, especialmente en los vencimientos más cortos, invirtiendo la tendencia a la baja que comenzó en octubre de 2009 (véase gráfico 19).

Si se considera el vencimiento a un día, el EONIA permaneció, en promedio, alrededor de 5-9 puntos básicos por encima del tipo de la facilidad de depósito durante los tres últimos meses, con repuntes excepcionales relacionados con las operaciones de absorción de liquidez realizadas los últimos días del período de mantenimiento. El 9 de junio, el EONIA se situó en el 0,332% (véase gráfico 20). Esta evolución es reflejo del gran exceso de liquidez existente en la zona del euro, especialmente tras las operaciones de financiación a plazo más largo (OFPML) con vencimiento a un año llevadas a cabo por el Eurosistema en 2009. La abundancia de liquidez en la zona del euro está siendo absorbida, en parte, por un recurso diario considerable a la facilidad de depósito.

El BCE ha seguido prestando apoyo a los mercados monetarios realizando algunas operaciones para inyectar liquidez con vencimiento a una semana, un período de mantenimiento, a tres meses y a seis

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

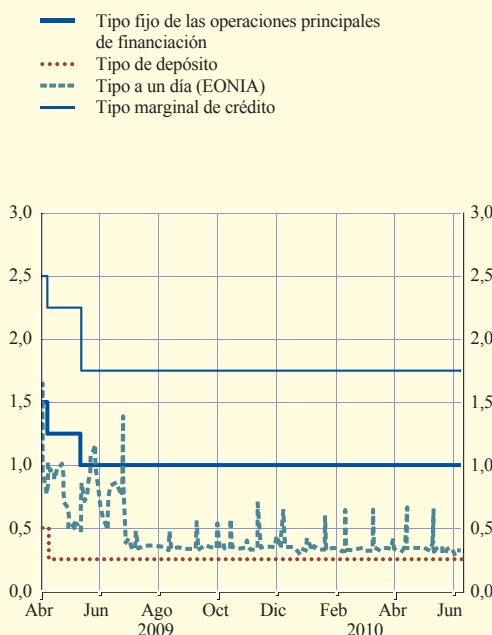


Fuentes: Reuters y cálculos del BCE.

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

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

(en porcentaje; datos diarios)



Fuentes: BCE y Reuters.

meses. Las operaciones de inyección de liquidez del Eurosistema se llevaron a cabo aplicando procedimientos de subasta a tipo de interés fijo con adjudicación plena, excepto en el caso de la operación a tres meses del 28 de abril (en la que se aplicó un procedimiento de subasta a tipo de interés variable y se adjudicaron 75,6 mm de euros) y de la operación a seis meses del 12 de mayo (con un tipo de interés fijado en la media de los tipos mínimos de puja de las operaciones principales de financiación a lo largo del período de vigencia de esta operación, en la que se adjudicaron 35,7 mm de euros). El 8 de junio de 2010, el BCE llevó a cabo una operación de absorción de liquidez a una semana en la que se aplicó un procedimiento de subasta a tipo de interés variable con un tipo máximo de puja del 1% y con fecha de liquidación el 9 de junio. En esta operación, el BCE adjudicó 40,5 mm de euros, que corresponde al importe de las adquisiciones efectuadas en el marco del Programa para los Mercados de Valores, teniendo en cuenta las operaciones cuya liquidación estaba prevista para el 4 de junio o antes de esa fecha. Además, el Eurosistema continuó con el programa de adquisición de bonos garantizados, y el importe total de los bonos adquiridos ascendía a 56,3 mm de euros el 9 de junio, con un importe total anunciado de compras directas de 60 mm de euros hasta finales de junio de 2010. Por otra parte, el BCE, en coordinación con otros bancos centrales, decidió reactivar las operaciones de inyección de liquidez en dólares estadounidenses mediante *swaps* de divisas a partir del 11 de mayo de 2010.

Recuadro 2

SITUACIÓN DE LIQUIDEZ Y OPERACIONES DE POLÍTICA MONETARIA EN EL PERÍODO COMPRENDIDO ENTRE EL 10 DE FEBRERO Y EL 11 DE MAYO DE 2010

A continuación se describe la gestión de la liquidez realizada por el BCE durante los tres periodos de mantenimiento de reservas que finalizaron el 9 de marzo, el 13 de abril y el 11 de mayo de 2010.

En el período analizado, el BCE siguió aplicando algunas de las medidas no convencionales introducidas desde octubre de 2009 en respuesta a la intensificación de la crisis financiera y, cuando concluyó el tercer período de mantenimiento, ya había introducido medidas adicionales, dado el riesgo de que las renovadas tensiones en los mercados financieros pudieran entorpecer el funcionamiento del mecanismo de transmisión de la política monetaria.

Concretamente, el 4 de marzo de 2010, el Consejo de Gobierno del BCE anunció que:

- (i) seguiría realizando sus operaciones principales de financiación (OPF) mediante procedimientos de subasta a tipo de interés fijo con adjudicación plena, mientras sea necesario, y al menos hasta el que finalice el noveno período de mantenimiento de 2010, el 12 de octubre;
- (ii) las operaciones de financiación especiales, con plazo de un período de mantenimiento, seguirían realizándose mediante este procedimiento de subasta, con el mismo tipo de interés fijo aplicado en la respectiva OPF, al menos hasta el final de noveno período de mantenimiento;
- (iii) se realizaría una operación de ajuste a seis días adicional con anuncio, adjudicación y liquidación el 1 de julio, a fin de suavizar el efecto sobre la liquidez del vencimiento de la OFPML a doce meses que tendrá lugar el 1 de julio de 2010. Esta operación de ajuste se realizaría mediante un procedimiento de subasta a tipo de interés fijo con adjudicación plena, al mismo tipo de interés aplicado a la OPF existente;

- (iv) el tipo de interés de la OFPLM a seis meses que se adjudicará el 31 de marzo de 2010 se fijaría en el promedio de los tipos mínimos de puja de las OPF que se realicen durante el período de vigencia de esta operación.

El 4 de marzo de 2010, el Consejo de Gobierno anunció también que aplicaría de nuevo los procedimientos de subasta a tipo de interés variable en las OFPML ordinarias con vencimiento a tres meses a partir de la operación con fecha de adjudicación el 28 de abril de 2010. En estas operaciones, se fijarían por anticipado importes de adjudicación indicativos, a fin de asegurar unas condiciones adecuadas en el mercado monetario y evitar la aparición de diferenciales significativos entre los tipos de puja y el tipo de la OPF vigente, que se utilizaría como tipo mínimo de puja. No obstante, el 10 de mayo de 2010, para hacer frente a las renovadas y graves tensiones en los mercados financieros, el Consejo de Gobierno anunció que las OFPML ordinarias con vencimiento a tres meses que habrían de adjudicarse el 26 de mayo y el 30 de junio de 2010 se ejecutarían mediante procedimientos de subasta a tipo de interés fijo con adjudicación plena.

Concretamente, el 10 de mayo de 2010, el Consejo de Gobierno anunció que:

- (i) se realizarían intervenciones en los mercados de renta fija pública y privada de la zona del euro (Programa para los Mercados de Valores), con el fin de corregir el mal funcionamiento observado en algunos segmentos del mercado y restablecer su profundidad y liquidez. El alcance de estas intervenciones sería determinado por el Consejo de Gobierno. A fin de esterilizar su impacto, se llevarán a cabo operaciones específicas para reabsorber la liquidez inyectada;
- (ii) se realizaría una OFPML a seis meses, con adjudicación plena, el 12 de mayo a un tipo de interés fijado en el promedio de los tipos mínimos de puja de las OPF durante la vida de la operación;
- (iii) se reactivarían las líneas *swap* temporales con la Reserva Federal, en coordinación con otros bancos centrales, y se reanudarían las operaciones de provisión de liquidez en dólares estadounidenses con vencimiento a 7 y 84 días. Estas operaciones adoptarían la forma de cesiones temporales respaldadas por activos de garantía admitidos por el BCE y se llevarían a cabo mediante subastas a tipo de interés fijo con adjudicación plena. La primera operación se realizaría el 11 de mayo de 2010.

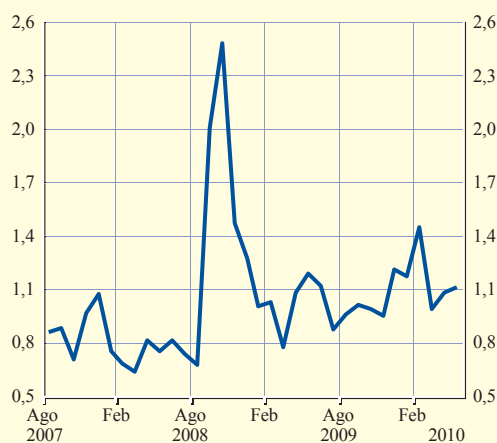
Necesidades de liquidez del sistema bancario

En los tres períodos de mantenimiento de reservas considerados, las necesidades diarias totales de liquidez de las entidades de crédito —definidas como la suma de los factores autónomos, las exigencias de reservas y el exceso de reservas (es decir, los saldos en cuenta corriente por encima de las exigencias de reservas) (ver gráfico A)— ascendieron, en promedio, a 563,3 mm de euros, lo que representa una disminución de 22,2 mm de euros con respecto a la media de los tres períodos de mantenimiento anteriores.

Esta disminución se debió, principalmente, a un descenso de 23,3 mm de euros en el valor medio de los factores autónomos, que se situaron en 351,1 mm de euros (véase gráfico B). Por el contrario, las exigencias de reservas aumentaron, en promedio, 1,2 mm de euros y se situaron en 211,2 mm de euros. El exceso diario de reservas fue, en promedio, de 1,1 mm de euros, lo que representa un aumento de 0,2 mm de euros con respecto a los tres períodos de mantenimiento anteriores.

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

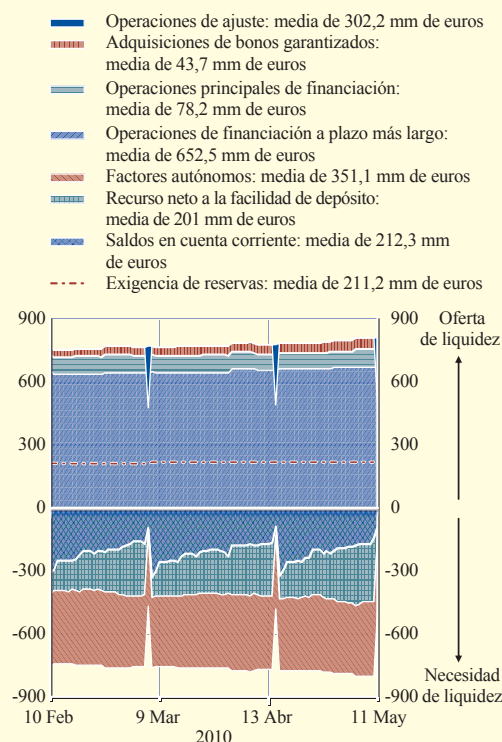
(mm en euros; nivel medio en cada período de mantenimiento)



Fuente: BCE.

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

(mm de euros)



Fuente: BCE.

Oferta de liquidez

Durante los tres períodos de mantenimiento analizados, el volumen de operaciones de financiación vivas ascendió, en promedio, a 721 mm de euros, desde los 686 mm de euros registrados, en promedio, en los tres períodos de mantenimiento anteriores.

El volumen medio de las OPF a una semana se situó en 78,2 mm de euros, registrándose un incremento de 20,2 mm de euros, mientras que, en el caso de las operaciones especiales de financiación a plazo con vencimiento de un período de mantenimiento, ascendió, en promedio, a 9,3 mm de euros, frente a los 3,4 mm de euros contabilizados en los tres períodos de mantenimiento anteriores. Al mismo tiempo, el volumen total de las OFPML vivas a tres y seis meses siguió reduciéndose, y se situaba, el 11 de mayo de 2010, en 29,5 mm de euros, frente a los 42,1 mm de euros registrados el 9 de febrero de 2010, ya que algunas de estas operaciones no se renovaron tras su vencimiento.

Los bancos centrales del Eurosistema continuaron realizando compras simples de bonos garantizados (*covered bonds*) denominados en euros, como parte del programa de adquisiciones de este tipo de valores (CBPP, en sus siglas en inglés), que se inició el 6 de julio de 2009. Durante el período de referencia, las compras de bonos ascendieron, en promedio, a 255 millones de euros por día hábil, de modo que, al 11 de mayo de 2010, el valor acumulado total se situaba en 52,1 mm de euros. El im-

porte total que contempla el CBPP es de 60 mm de euros, cifra que se prevé alcanzar a finales de junio de 2010.

En el período comprendido entre el 10 de febrero y el 11 de mayo de 2010, la liquidez absorbida a través de operaciones de ajuste el último día de cada período de mantenimiento ascendió, en promedio, a 302,2 mm de euros, frente al promedio de 219,4 mm de euros registrado en los tres períodos de mantenimiento anteriores (gráfico B).

Uso de las facilidades permanentes

Como resultado del aumento constante de la oferta de liquidez y del ligero descenso de las necesidades de liquidez totales del sistema bancario, el recurso neto a la facilidad de depósito¹ aumentó hasta un promedio diario² de 201 mm de euros en el período que finalizó el 11 de mayo de 2010, desde los 149,1 mm de euros registrados en el período de mantenimiento que finalizó el 9 de febrero de 2010.

Tipos de interés

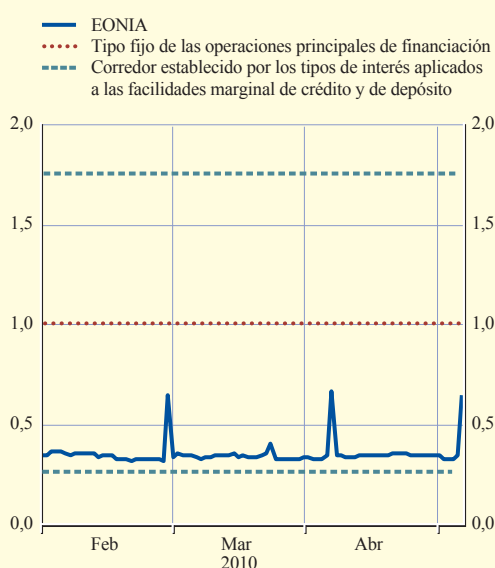
Los principales tipos de interés del BCE no han experimentado variación desde el 13 de mayo de 2009, situándose el tipo de interés de las OPF en el 1%, el de la facilidad marginal de crédito en el 1,75%, y el de la facilidad de depósito en el 0,25%.

Como resultado de la holgada situación de liquidez, el EONIA se mantuvo estable en un nivel próximo al tipo de interés de la facilidad de depósito durante el período considerado, situándose en promedio en el 0,346% (véase gráfico C), cifra casi idéntica al promedio de 0,352% registrado en los tres períodos de mantenimiento anteriores. El último día de cada uno de los tres períodos de mantenimiento analizados, el EONIA ascendió, en promedio, hasta el 0,649%, es decir, unos 30 puntos básicos por encima del nivel observado el día anterior, como resultado de las operaciones de ajuste realizadas en esos días para absorber liquidez.

Además, durante el período considerado, el diferencial entre el EURIBOR a tres meses y el tipo swap a tres meses del EONIA —que indica el nivel de riesgo de crédito y de liquidez— se redujo ligeramente, hasta una media de 27 puntos básicos, en comparación con la media de 30 puntos básicos registrada en los tres períodos de mantenimiento anteriores.

Gráfico C El EONIA y los tipos de interés del BCE

(tipos de interés diarios, en porcentaje)



Fuente: BCE.

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

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

2.4 MERCADOS DE RENTA FIJA

En los tres últimos meses, la evolución de los mercados de renta fija estuvo determinada, principalmente, por la creciente preocupación de los mercados financieros acerca de la deuda soberana de algunos países de la zona del euro. Los días 6 y 7 de mayo, las tensiones registradas en los mercados internos de deuda soberana se propagaron a los mercados financieros en general, provocando desplazamientos de carteras a gran escala hacia activos de más calidad por parte de los inversores. En consecuencia, el rendimiento de la deuda pública a largo plazo disminuyó de forma acusada en la zona del euro y en Estados Unidos. Las tasas de inflación implícitas a largo plazo de la zona del euro basadas en la deuda pública apenas experimentaron cambios. Los diferenciales de riesgo de crédito soberano se ampliaron considerablemente en algunos países de la zona del euro en el período examinado. En línea con el repunte de la aversión al riesgo observado durante el citado período, los diferenciales de renta fija privada se ampliaron, revirtiendo casi totalmente la reducción que se había producido en el transcurso de 2010.

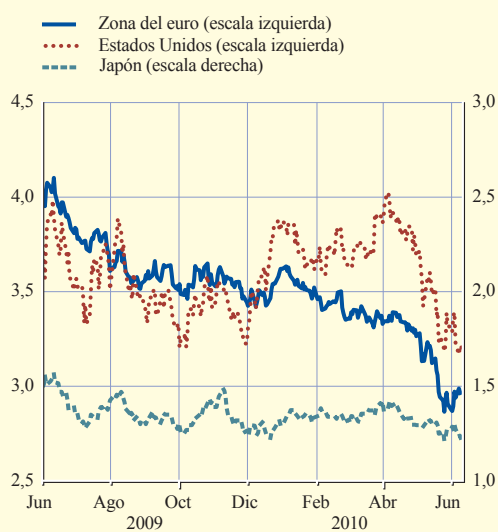
Entre finales de febrero y el 9 de junio de 2010, el rendimiento de la deuda pública a diez años de la zona del euro y de Estados Unidos disminuyó 40 puntos básicos, hasta situarse en torno al 3% y al 3,2%, respectivamente (véase gráfico 21). En consecuencia, el diferencial de tipos de interés nominales a diez años entre la deuda pública de Estados Unidos y la de la zona del euro no registró variaciones. El descenso del rendimiento de la deuda pública a diez años es reflejo, en gran medida, de la evolución observada desde finales de abril. Entre finales de febrero y finales de abril, el rendimiento de la deuda pública se había mantenido prácticamente estable en la zona del euro y había aumentado hasta alcanzar su nivel más alto en 18 meses en Estados Unidos.

La incertidumbre de los participantes en el mercado respecto a la evolución a corto plazo del rendimiento de la deuda pública a largo plazo en los principales mercados, medida por la volatilidad implícita de los mercados de renta fija, ha crecido de forma significativa desde finales de abril de 2010, situándose actualmente en niveles similares a los registrados a mediados de 2009.

El período analizado se caracterizó, por un lado, por una mejora gradual de la situación macroeconómica y, por otro, por la preocupación creciente de los mercados financieros respecto a la deuda soberana de algunos países de la zona del euro, cuya situación presupuestaria se había deteriorado muy seriamente. En marzo y la mayor parte de abril, el rendimiento de los bonos estadounidenses a diez años siguió aumentando, manteniendo la tendencia al alza que venía mostrando desde 2008. Ante el clima optimista de los mercados y la publicación de datos positivos que señalaban una mejora de la situación del mercado de trabajo en Estados Unidos, el rendimiento de los bonos estadounidenses a diez años alcanzó valores próximos al 4% a finales de abril. Los indicadores de actividad económica de la zona del euro y de Estados Unidos se situaron en niveles

Gráfico 21 Rendimiento de la deuda pública a largo plazo

(en porcentaje; datos diarios)



Fuentes: Bloomberg y Reuters.

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

positivos, y los indicadores de confianza, incluido el de confianza de los consumidores, que se había mantenido hasta entonces en niveles relativamente reducidos, arrojaron resultados más favorables de lo previsto. En el mes de abril, la situación de los mercados de la vivienda mejoró también. Sin embargo, en marzo y la mayor parte de abril el rendimiento de la deuda pública de la zona del euro no experimentó cambios significativos respecto a los niveles de finales de febrero. La preocupación respecto a la deuda pública y al impacto negativo de las medidas de austeridad anunciadas por varios Gobiernos de la zona del euro sobre la actividad económica contrarrestó, en parte, el efecto positivo de la publicación de datos indicativos de recuperación económica. En los últimos días de abril, la crisis de confianza en la sostenibilidad de las finanzas públicas griegas se intensificó y los desplazamientos de carteras hacia activos de más calidad, que supusieron una importante reasignación de fondos hacia bonos con calificación AAA de la zona del euro y de Estados Unidos, ejercieron presiones a la baja sobre el rendimiento de la deuda pública a diez años de la zona del euro.

Los días 6 y 7 de mayo, las tensiones registradas en algunos mercados de deuda soberana de la zona del euro se propagaron a los mercados financieros en general. La volatilidad de los tipos a un día se acentuó, la liquidez disminuyó y el funcionamiento de algunos segmentos de los mercados financieros empeoró notablemente. El brusco cambio en el clima de los mercados originó desplazamientos de carteras a gran escala hacia activos de más calidad por parte de los inversores financieros, generando nuevas presiones a la baja sobre el rendimiento de la deuda pública. El 9 de mayo, los ministros de Finanzas de la UE acordaron la creación de un Mecanismo Europeo de Estabilización Financiera y, el 10 de mayo, el BCE anunció la adopción de varias medidas para hacer frente a las tensiones registradas en los mercados financieros, que se analizan con más detalle en el recuadro 3.

Recuadro 3

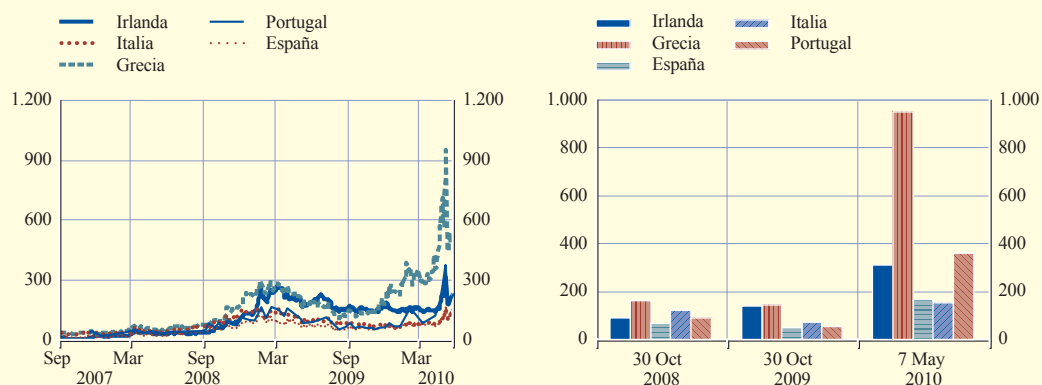
LA EVOLUCIÓN DE LOS MERCADOS FINANCIEROS A PRINCIPIOS DE MAYO

Los días 6 y 7 de mayo 2010, en un entorno de creciente preocupación acerca de la situación presupuestaria de Grecia, los mercados financieros de todo el mundo, pero especialmente los europeos, experimentaron un repentino recrudecimiento de las tensiones que quedó reflejado en una amplia gama de indicadores. Aunque estas tensiones fueron una respuesta a una serie de perturbaciones distintas de las que condujeron a la agudización de las tensiones observada en octubre de 2008 tras la quiebra de Lehman Brothers en Estados Unidos, los acontecimientos de esos días fueron comparables, en algunos aspectos, con el episodio anterior de tensiones, en particular en lo que respecta al súbito cambio de actitud de los inversores financieros y a la brusquedad con la que empezaron a buscar activos más seguros.

La evolución de los mercados financieros los días 6 y 7 de mayo estuvo determinada por un entorno caracterizado, por un lado, por una mejora gradual de las condiciones macroeconómicas y, por otro, por la creciente preocupación de los mercados financieros acerca de la situación presupuestaria de algunos países de la zona del euro, aunque también acerca de la evolución económica y política fuera de la zona del euro (es decir, la incertidumbre sobre los datos del mercado de trabajo de Estados Unidos y las consecuencias de las elecciones generales en el Reino Unido). Tras el repentino desplome del índice Dow Jones de Estados Unidos el 6 de mayo, cuyas causas todavía se están analizando, la inquietud se propagó con gran rapidez de los mercados de deuda soberana a los mercados financieros en general. La volatilidad de los mercados financieros experimentó un acusado aumento en los plazos de vencimiento a un día, y la liquidez se redujo notablemente el 7 de mayo. El funcionamiento de varios segmentos de los mercados financieros se vio seriamente obstaculizado.

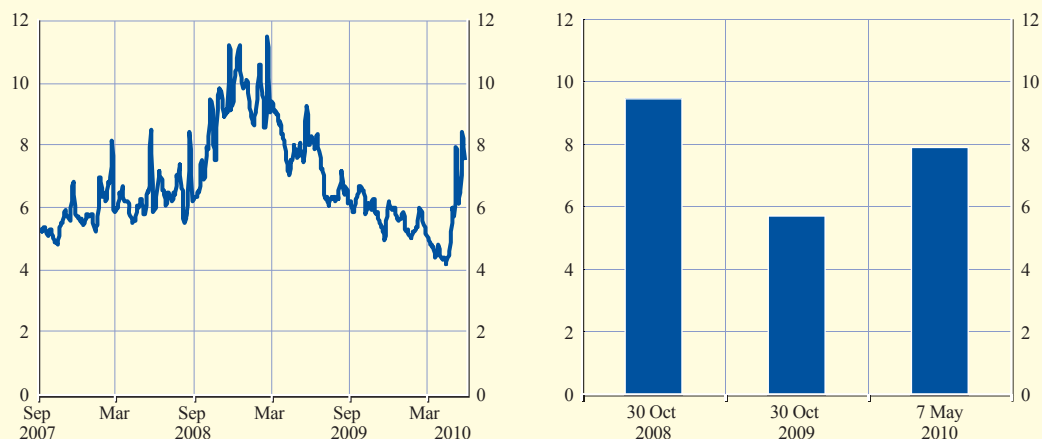
En la zona del euro, los diferenciales de la deuda soberana (frente a Alemania) se ampliaron considerablemente el 6 de mayo, especialmente en el caso de Grecia (véase gráfico A). El posible contagio a otros emisores soberanos de la zona, en particular a Portugal e Irlanda y, en menor medida, a España e Italia, fue objeto de creciente atención entre los analistas de los mercados. El 7 de mayo, los diferenciales de la deuda soberana a diez años registraron máximos históricos, y la volatilidad de los mercados de renta fija experimentó un aumento muy pronunciado como consecuencia de la búsqueda de activos de mejor calidad por parte de los inversores a una escala observada por última vez a principios de 2009 (véase gráfico B). En consecuencia, las condiciones de liquidez en los mercados de deuda soberana de varios países de la zona del euro se deterioraron de forma muy acusada y la liquidez se agotó casi completamente en el caso de Grecia.

(puntos básicos)



Fuente: Datastream.
Nota: La última observación corresponde al 25 de mayo de 2010.

(en porcentaje)



Notas: Medias móviles de tres días de datos diarios. La última observación corresponde al 25 de mayo de 2010.

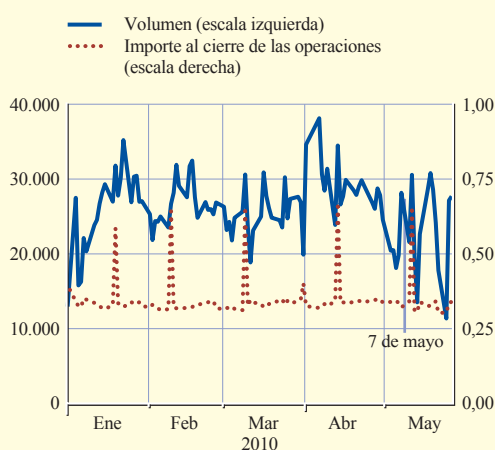
Mercados monetarios

Los días 6 y 7 de mayo, los mercados financieros resultaron contagiados por las turbulencias registradas en los mercados de deuda soberana, como consecuencia de un acusado aumento de la incertidumbre asociada al riesgo de contraparte. La liquidez también pasó a ser escasa en los mercados monetarios interbancarios. La liquidez en el mercado de operaciones de préstamo sin garantías empeoró no sólo en el caso de los plazos de vencimiento largos, sino también en el mercado a un día. Esto quedó reflejado indirectamente en un volumen menor de préstamos que se utilizan para fijar el EONIA, que se situaron, en promedio, en torno a 20 mm de euros diarios a principios de mayo (véase gráfico C). Las operaciones de préstamo sin garantía se habían visto afectadas desde la quiebra de Lehman Brothers, pero la negociación en el segmento con vencimientos más cortos (una semana o menos) no se vio afectada hasta el 5 de mayo. Por tanto, los fallos observados en el funcionamiento del mercado a un día el 6 y el 7 de mayo fueron motivo de especial preocupación. Al mismo tiempo, el acceso de las entidades de crédito de la zona del euro a la financiación en dólares estadounidenses también empeoró. Los costes de financiación en dólares estadounidenses implícitos en los *swaps* de divisas aumentaron de forma significativa y se situaron por encima del LIBOR, en dólares estadounidenses, a plazos de vencimiento equivalentes. El índice iTraxx senior financieros experimentó un acusado incremento a principios de mayo y alcanzó niveles por encima de los registrados en octubre de 2008 (véase gráfico D). El índice iTraxx senior financieros es un derivado de crédito estandarizado utilizado para cubrir el riesgo de crédito. El índice está compuesto por 25 entidades con calificación de grado de inversión del sector financiero europeo. El acusado incremento del índice observado el 7 de mayo indicaría un aumento de la preocupación acerca de la probabilidad de impago de algunas instituciones financieras europeas. Ciertamente, la probabilidad de impago simultáneo de dos o más grupos bancarios grandes y complejos de la zona del euro, medida por el indicador de riesgo sistémico que se muestra en el gráfico E, se incrementó de manera acusada el 7 de mayo, alcanzando valores superiores a los registrados tras la quiebra de Lehman Brothers¹. En este contexto, todas las medidas de

¹ El indicador se basa en la información incorporada en los diferenciales de los seguros de riesgo de crédito (CDS, en sus siglas en inglés) a cinco años de grupos bancarios grandes y complejos de la zona del euro. Para más información sobre el indicador, véase el recuadro titulado «A market-based indicator of the probability of adverse systemic events involving large and complex banking groups», en el *Financial Stability Review* del BCE de diciembre de 2007.

Gráfico C Volúmenes e importes del EONIA

(mm de euros; en porcentaje)



Fuente: BCE.

Nota: La última observación corresponde al 26 de mayo de 2010.

Gráfico D Diferenciales de CDS a cinco años del iTraxx Europe senior financieros

(puntos básicos)



Fuentes: JP Morgan Chase.

Notas: El gráfico muestra el diferencial medio de CDS a cinco años del índice iTraxx Europe senior financiero. Los datos que figuran en el gráfico han sido facilitados por JP Morgan y no son datos oficiales de iTraxx.

Gráfico E Indicador de riesgo sistémico

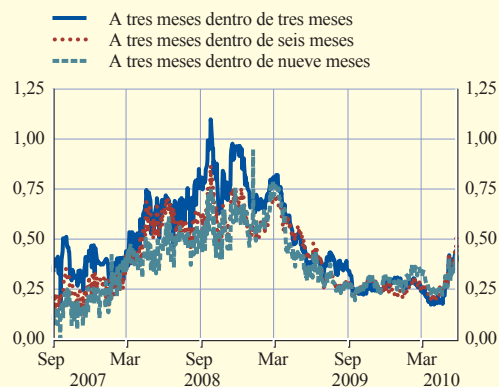
(en porcentaje; enero de 2007 - mayo de 2010, probabilidad de impago)



Fuentes: Bloomberg y cálculos del BCE.

Gráfico F Diferenciales entre el EURIBOR y los swaps del EONIA

(en porcentaje)



Fuentes: Reuters y cálculos del BCE.

Nota: La última observación corresponde al 26 de mayo de 2010.

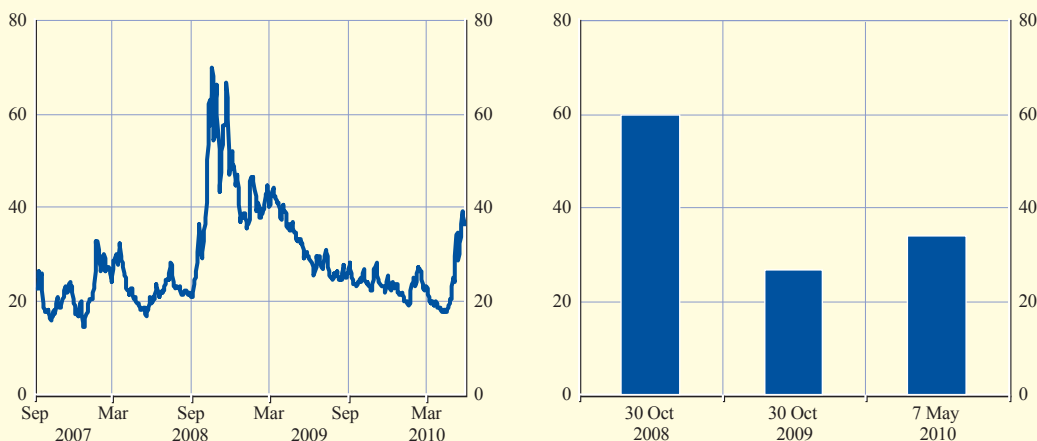
riesgo habitualmente utilizadas, como los diferenciales de derivados vinculados al EURIBOR frente a los swaps del EONIA, o las volatilidades implícitas de los tipos de interés, registraron un pronunciado aumento (véase gráfico F), y el acceso de las entidades de crédito de la zona a la financiación en los mercados se vio seriamente obstaculizado.

Mercados de valores

El recrudecimiento de las tensiones en los mercados de deuda soberana los días 6 y 7 de mayo generó asimismo a una presión vendedora en los mercados de renta variable de la zona del euro. Los valores financieros resultaron muy afectados, pero el valor de mercado de las sociedades no financieras también se redujo sustancialmente como consecuencia de la búsqueda de activos de mejor

Gráfico G Volatilidad implícita de los mercados de renta variable en la zona del euro

(en porcentaje)



Fuente: Bloomberg.

Notas: La última observación corresponde al 25 de mayo de 2010. Medias móviles de tres días de datos diarios.

calidad por parte de los inversores. Además, la volatilidad de los mercados de valores de la zona aumentó bruscamente (véase gráfico G). La volatilidad observada en los mercados de renta variable resultó exacerbada por las turbulencias presumiblemente causadas por un error técnico que hicieron que, el 6 de mayo, el índice Dow Jones cayera de repente en torno a un 9%², aunque recuperó parte de la pérdida registrada después de que se comunicara una justificación técnica a los participantes en el mercado. No obstante, los mercados financieros siguieron caracterizándose por la volatilidad y por una elevada aversión al riesgo.

La liquidación en el mercado de divisas

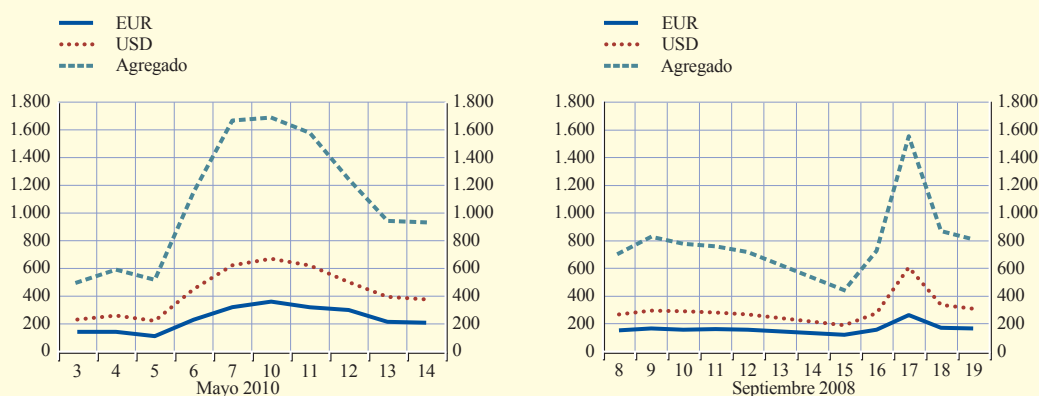
Los excepcionales acontecimientos que se produjeron en los mercados financieros los días 6 y 7 de mayo también afectaron al sistema CLS, el servicio multdivisa de liquidación de operaciones de divisas más importante del mundo. CLS se creó en 2002 con el fin de eliminar el riesgo de liquidación en las operaciones de divisas que implicaban el intercambio de distintas monedas. Las turbulencias en los mercados provocaron un aumento significativo de las órdenes relacionadas con operaciones de divisas enviadas a CLS. El 7 de mayo, CLS liquidó más de 1,5 millones de operaciones, y el número de operaciones liquidadas se mantuvo por encima de 1 millón hasta el 12 de mayo (véase gráfico H), duplicando el volumen medio diario habitual de operaciones liquidadas por CLS durante varios días, con lo que la situación se asemejó en cierta medida a la que se produjo el 17 de septiembre de 2008, cuando las operaciones se dispararon hasta más de 1,5 millones (véase gráfico H). CLS afrontó esta situación, pero estos volúmenes inesperadamente elevados causaron un impacto tanto sobre el proceso de recepción de órdenes en el sistema CLS como sobre la recepción de notificaciones por parte de los participantes.

Aunque no son raros los días con mucha actividad en el sistema CLS, especialmente en una operación con una divisa realizada un día hábil posterior a un festivo en ese área monetaria, las órdenes recibidas en las tensas condiciones de mercado que se registraron a principios de mayo aumentaron en ciertos

2 Aunque las principales razones del desplome todavía están pendientes de aclararse totalmente, en sus conclusiones preliminares, la Comisión del Mercado de Valores (SEC) de Estados Unidos y la Commodity Futures Trading Commission de Estados Unidos no han encontrado pruebas de que fuera atribuible a errores «humanos», o a actos de piratería informática o terroristas.

Gráfico H Volumen diario de operaciones liquidadas a través del sistema CLS

(datos diarios en unidades; miles)



Fuentes: CLS/BCE.

Nota: El agregado se refiere a todas las monedas admitidas en el sistema CLS.

momentos hasta casi duplicar los niveles habituales. Esto provocó acumulaciones ocasionales de órdenes en el propio sistema CLS, en los interfaces de los participantes (directos) a los servicios ofrecidos por este sistema, o en los sistemas internos de un número muy reducido de participantes en CLS que procesaron un volumen muy elevado de operaciones esos días. Esta acumulación que se produjo en el procesamiento de órdenes en el entorno general de CLS generó incertidumbre porque se registraron volúmenes de órdenes no casadas por encima de los volúmenes normales durante un período más prolongado. Esto suscitó cierta preocupación de que pudiera tratarse de una cuestión sistémica mas grave, más que simplemente un incremento de las órdenes comunicadas al sistema³.

Resumen

En resumen, las tensiones que se observaron en los mercados de deuda soberana de algunos países de la zona del euro los días 6 y 7 de mayo se propagaron a otros segmentos de los mercados financieros. La volatilidad de estos mercados aumentó sustancialmente y las condiciones de liquidez se deterioraron de manera notable, no sólo en los mercados de deuda soberana, sino también, y en un grado crítico, en los mercados monetarios. Las operaciones en el mercado interbancario se redujeron con rapidez y se incrementó la incertidumbre existente entre las entidades de crédito acerca de la solvencia de sus contrapartes. En consecuencia, se planteó el riesgo de que el funcionamiento normal de los mercados y el primer vínculo del mecanismo de transmisión entre el banco central y las entidades de crédito pudieran resultar perjudicados y de que la capacidad de las entidades, la principal fuente de financiación en la zona del euro, de proporcionar crédito a la economía real pudiera resultar gravemente dañada. Es asimismo probable que el deficiente funcionamiento de varios mercados de deuda soberana en la zona del euro influyera negativamente en el coste de financiación del sector privado, ya que las condiciones de financiación de la deuda soberana suelen servir de referencia para los tipos de interés aplicados por las entidades a los préstamos y créditos.

El 10 de mayo, el Banco Central Europeo, con el fin de restablecer las condiciones necesarias para una aplicación efectiva de la política monetaria orientada hacia la estabilidad de precios a medio plazo, y en particular para ofrecer apoyo al mecanismo de transmisión de la política monetaria, anunció la introducción de varias medidas que incluían intervenciones en los mercados de renta fija pública y privada de la zona del euro (en el marco del Programa para los Mercados de Valores), la reactivación de las líneas *swap* con la Reserva Federal y la introducción de operaciones adicionales de inyección de liquidez. Tras el anuncio de estas medidas, las tensiones en los mercados financieros se redujeron sensiblemente, aunque no desaparecieron totalmente.

3 Para paliar esta preocupación, el sistema CLS comenzó a proporcionar más información sobre el funcionamiento del sistema a los participantes. Por otra parte, CLS ha tomado una serie de medidas para abordar situaciones con acumulación temporal de órdenes y ha publicado recomendaciones a los participantes en el sistema (relacionadas principalmente con los límites de capacidad actuales en sus sistemas de procesamiento y la capacidad técnica para dar prioridad a las órdenes presentadas en las que el factor tiempo es un elemento crítico con respecto a otras). Las autoridades encargadas de la vigilancia del sistema continuarán realizando un seguimiento del proceso de liquidación a través del sistema CLS y del funcionamiento del sistema al liquidar las operaciones en divisas, con el fin de asegurar el correcto funcionamiento y la eficiencia del sistema CLS y, por tanto, la estabilidad de las monedas que participan en la liquidación.

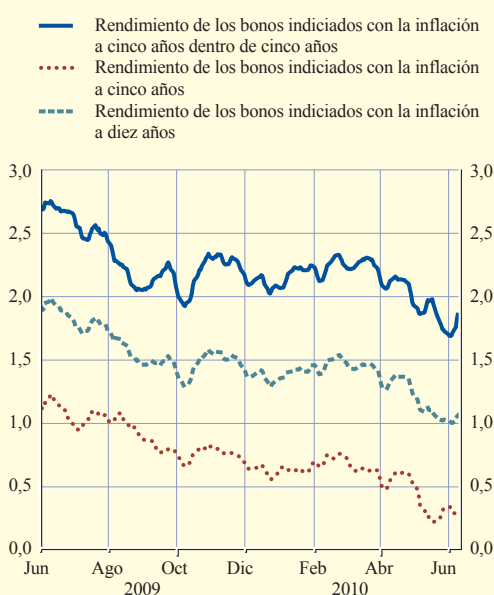
Los diferenciales de deuda soberana a diez años de la zona del euro frente a Alemania se ampliaron considerablemente, en particular para Grecia, Portugal e Irlanda, durante la mayor parte del período examinado. El plan de apoyo a Grecia acordado durante el fin de semana del 10 y 11 de abril solo indujo un descenso transitorio de los indicadores de riesgo de crédito de la deuda soberana griega basados en los mercados de renta fija. Hacia finales de abril, la rebaja de la calificación crediticia de Grecia a la categoría de grado especulativo (con perspectivas negativas) por Standard & Poor's contribuyó a la venta de bonos griegos por parte de los inversores y a un aumento de los diferenciales de rendimien-

to de deuda pública a diez años. Ante lo sucedido el 6 y 7 de mayo, con los diferenciales de deuda soberana griega a diez años en máximos históricos, el posible contagio a otros emisores soberanos de la zona del euro, especialmente Portugal e Irlanda, y en menor medida también España e Italia, atrajo crecientemente la atención. Tras el anuncio de la adopción de nuevas medidas por el BCE, en particular, la creación del Programa para los Mercados de Valores, los diferenciales de deuda pública a diez años de la zona del euro frente a Alemania se estrecharon.

Entre finales de febrero y el 6 de junio de 2010, el rendimiento de los bonos a cinco y diez años indicidos con la inflación de la zona del euro descendió en torno a 40 puntos básicos, hasta situarse en el 0,3% y el 1,1%, respectivamente, el 9 de junio (véase gráfico 22). Las tasas de inflación implícitas a medio y largo plazo de la zona del euro apenas experimentaron variaciones durante el mismo período (véase gráfico 23). Sin embargo, las tasas de inflación implícitas se han caracterizado por la volatilidad en los tres últimos meses, especialmente después de los acontecimientos de comienzos de mayo. Otro factor determinante de la volatilidad de estas tasas a principios de junio fue la rebaja, el 28 de mayo, de la calificación crediticia de la deuda soberana de España por Fitch, desde AAA hasta AA+, que tuvo como consecuencia la eliminación de la deuda pública española del cálculo de la curva de rendimientos AAA de la zona del euro por el BCE. Ello ocasionó un desplazamiento a la baja de la curva de rendimientos nominales en los plazos cortos y medios y el correspondiente descenso de las tasas de inflación implícitas a corto plazo. Los tipos *swap* indicidos con la inflación disminuyeron ligeramente durante el período de referencia. En general, los datos de los mercados financieros siguen sugiriendo que las expectativas de inflación se mantienen firmemente ancladas.

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

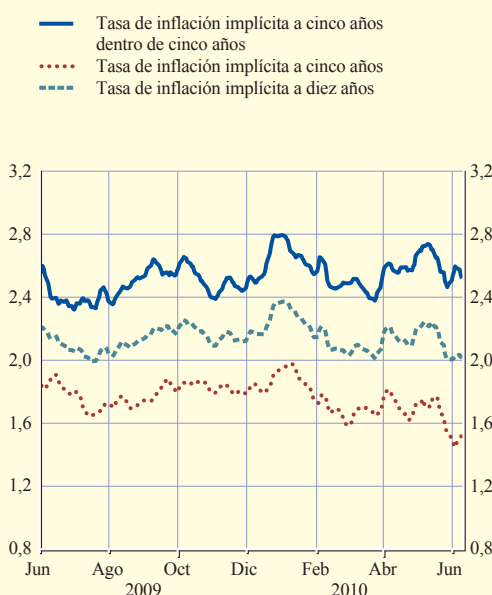
(en porcentaje; medias móviles de cinco días de datos diarios; datos desestacionalizados)



Fuentes: Reuters y cálculos del BCE.

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

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



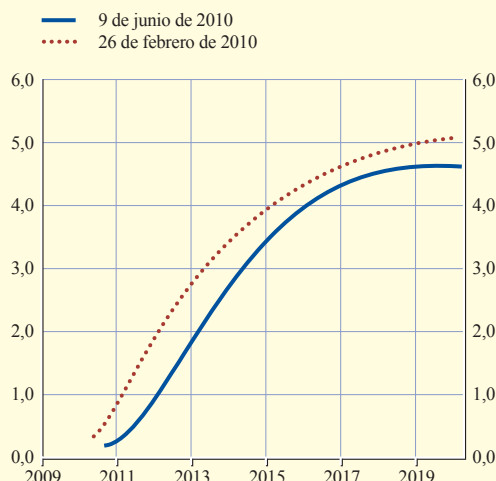
Fuentes: Reuters y cálculos del BCE.

Entre finales de febrero y el 9 de junio de 2010, la curva de tipos *forward* implícitos a un día de la deuda pública de la zona del euro descendió en todos los plazos (véase gráfico 24). Este desplazamiento es reflejo, principalmente, de los acontecimientos de finales de abril y comienzos de mayo, que impulsaron una revisión a la baja de las expectativas de los inversores respecto a la trayectoria futura de los tipos de interés a corto plazo de la zona del euro.

Tras lo ocurrido en los mercados financieros el 6 y 7 de mayo, la renovada aversión al riesgo y los desplazamientos de carteras hacia activos de más calidad influyeron de forma significativa en los diferenciales de rendimiento entre la renta fija privada y la deuda pública, que se ampliaron en los sectores financieros y no financieros. El diferencial de renta fija privada para los bonos del sector financiero con calificación BBB se amplió hasta en 100 puntos básicos entre el 6-7 de mayo y los primeros días de junio, revirtiendo gran parte de la reducción que se había producido en el transcurso del año, aunque se mantuvo muy por debajo de los máximos alcanzados a comienzos de 2009.

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

(en porcentaje; datos diarios)



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

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

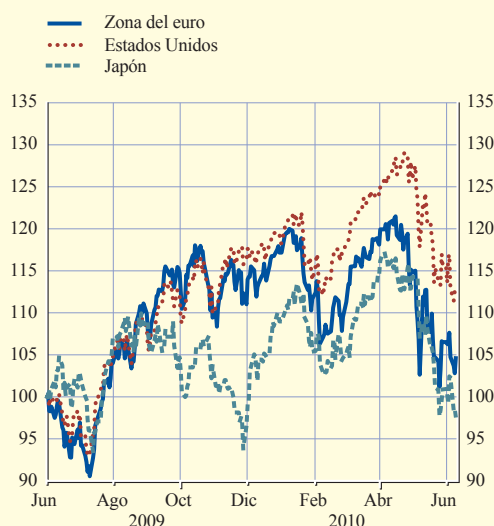
2.5 MERCADOS DE RENTA VARIABLE

Tanto en la zona del euro como en Estados Unidos, las cotizaciones bursátiles disminuyeron entre finales de febrero y comienzos de junio. La favorable evolución observada durante el mes de marzo y la mayor parte del mes de abril, cuando los índices bursátiles registraron máximos anuales, se invirtió completamente como consecuencia de la intensificación de la crisis de las finanzas públicas en Grecia, que provocó que, a primeros de mayo, los inversores buscaran a gran escala activos más seguros. En este contexto, la incertidumbre existente en los mercados de valores, medida por la volatilidad implícita, se elevó notablemente en mayo y comienzos de junio.

Entre finales de febrero y el 9 de junio de 2010, las cotizaciones bursátiles en la zona del euro y en Estados Unidos bajaron, en general, un 4,3% y un 4,4%, respectivamente (véase gráfico 25). Durante el mes de marzo y la mayor parte del mes de abril, en un entorno en el que los datos económicos publicados eran positivos, el aumento del apetito por el riesgo se reflejó en importantes incrementos del precio de las acciones, que no solo revirtieron las caídas registradas en febrero, sino que también elevaron los índices a máximos anuales. No obstante, la intensificación de la crisis de las finanzas públicas en Grecia a finales de abril y comienzos de mayo se tradujo en que los inversores buscaran activos de más calidad, lo que hizo retroceder totalmente las ganancias bursátiles mencionadas. En el mismo periodo, en Japón las cotizaciones bursátiles, medidas por el índice Nikkei 225, cayeron un 6,8%.

Gráfico 25 Índices bursátiles

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

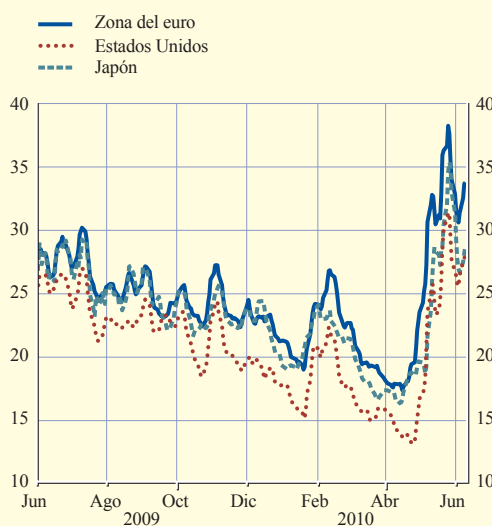


Fuentes: Reuters y Thomson Financial Datastream.

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

Gráfico 26 Volatilidad implícita de los mercados de renta variable

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



Fuente: Bloomberg.

Notas: Las series de volatilidad implícita representan la desviación típica esperada de las tasas de variación de las cotizaciones bursátiles en un periodo 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.

En el período examinado, la incertidumbre en el mercado de valores, medida por la volatilidad implícita, creció, alcanzando niveles que no se habían observado desde comienzos de 2009. En la evolución general, pueden observarse dos períodos bastante diferentes. Durante el mes de marzo y la mayor parte del mes de abril, la volatilidad implícita se mantuvo prácticamente sin cambios. No obstante, la volatilidad en los mercados de valores de la zona del euro y de Estados Unidos creció de forma drástica tras la intensificación de la crisis presupuestaria griega de finales de abril, y en particular después de los acontecimientos de los días 6 y 7 de mayo. La volatilidad de los mercados de renta variable en ese momento se vio exacerbada también por factores técnicos que ocasionaron que, en Estados Unidos, el índice Dow Jones descendiera bruscamente en torno a un 9% en la tarde del 6 de mayo. El índice Dow Jones recuperó parte de esta pérdida después de que se proporcionara una justificación técnica a los participantes.

El período considerado se caracterizó inicialmente por un mayor apetito por el riesgo, tras la publicación de datos económicos positivos, que provocaron fuertes aumentos de las cotizaciones bursátiles tanto en la zona del euro como en Estados Unidos. Ello revirtió la caída del precio de las acciones que se había observado en febrero y elevó los índices bursátiles a máximos anuales. La publicación de datos relativos al empleo y a la producción industrial en la zona del euro deparó una sorpresa positiva, mientras que distintos datos publicados también apuntaron a unas perspectivas favorables para la economía mundial. Las preocupaciones anteriores sobre la fortaleza de la recuperación de la demanda de los hogares tanto en la zona del euro como en Estados Unidos se vieron atenuadas en abril, cuando el indicador de confianza de los consumidores, que se había mantenido hasta entonces en niveles relativamente reducidos, mostró unos resultados mejores de lo previsto.

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

(porcentaje de los precios a fin de período)

	EURO STOXX	Materias primas	Servicios de consumo	Bienes de consumo	Petróleo y gas	Financiero	Sanidad	Industrial	Tecnología	Tele- comuni- caciones	Agua, gas, electric.
Participación del sector en la capitalización bursátil (datos a fin de período)	100,0	9,1	7,0	14,6	7,3	22,9	4,3	13,8	4,7	7,2	9,1
Variación de los precios (datos a fin de período)											
2009 I	-14,0	-13,6	-8,3	-11,5	-5,9	-20,1	-7,4	-14,0	-9,5	-8,8	-21,0
2009 II	16,4	19,8	3,3	17,7	9,7	34,2	3,9	18,0	15,8	0,0	9,0
2009 III	20,7	21,8	14,9	15,8	7,3	32,4	14,2	26,4	13,6	14,7	14,9
2009 IV	2,1	15,3	3,3	9,0	6,8	-5,5	7,7	3,8	-3,9	2,0	0,3
2010 I	0,8	1,6	6,8	3,5	-1,7	-2,6	4,0	4,1	16,0	-4,5	-3,3
Abril 2010	-2,8	-2,0	0,8	2,5	-3,1	-6,7	-4,8	1,2	-7,0	-4,0	-3,3
Mayo 2010	-7,2	-7,0	-6,7	-1,7	-8,8	-11,0	-3,2	-6,5	-6,4	-6,8	-8,2
28 feb 2010 - 9 jun 2010	-4,3	0,2	2,1	10,2	-6,4	-14,5	-4,3	3,8	-3,1	-9,8	-9,7

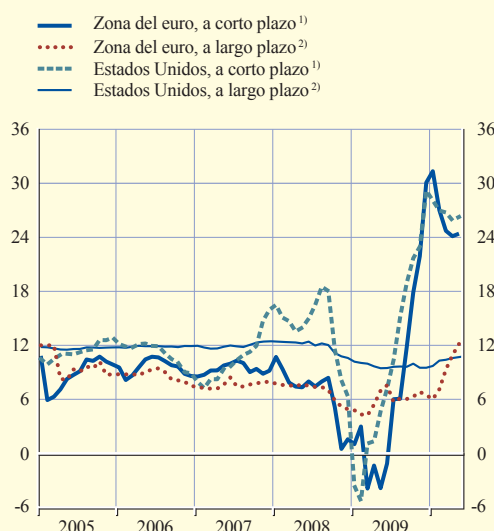
Fuentes: Thomson Financial Datastream y cálculos del BCE.

En abril, la situación de los mercados de la vivienda mejoró también, tal y como queda reflejado en los datos de venta de viviendas en Estados Unidos y en los datos de préstamos hipotecarios en la zona del euro.

La intensificación de la crisis de las finanzas públicas en Grecia durante la última semana de abril, y la rebaja de las calificaciones crediticias de la deuda soberana de Portugal, España y Grecia, ensombrecieron los favorables datos económicos publicados y generaron una presión vendedora en los mercados de valores de la zona del euro. El agravamiento de las tensiones en algunos mercados de deuda soberana de la zona del euro los días 6 y 7 de mayo desencadenaron la huida a gran escala hacia activos de más calidad, que se propagó a mercados financieros de fuera de la zona del euro. A principios de junio, los índices bursátiles en la zona del euro y, posteriormente, en Estados Unidos cotizaron a los niveles más bajos de 2010, o cerca de estos niveles. En las etapas iniciales de inversión de la tendencia de las cotizaciones, los precios de los activos financieros de la zona del euro fueron los primeros en verse afectados, como consecuencia de las preocupaciones relativas a posibles minusvalías registradas en la deuda pública de la zona del euro mantenida en las carteras de las entidades de crédito. No obstante, al intensificarse las tensiones, la reducción de los precios de los activos se propagó a los precios de los activos no financieros de la zona del euro y también a los mercados de renta variable de Estados Unidos.

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

(en porcentaje; datos mensuales)



Fuentes: Thomson Financial Datastream y cálculos del BCE.

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

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

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

La reciente disociación de los positivos datos económicos publicados que apuntaban a una recuperación económica en marcha de la evolución de las cotizaciones bursátiles puede contemplarse en un entorno favorable de expectativas de beneficios dentro de doce meses, que, en general, no queda reflejada en las fluctuaciones del precio de los activos. En menor medida, esto puede aplicarse al ajuste gradual al alza de los beneficios registrados. En el caso de las empresas incluidas en el índice Dow Jones EURO STOXX, el ritmo interanual de deterioro de los beneficios realizados siguió desacelerándose (véase gráfico 27), y el crecimiento de los beneficios por acción mejoró, pasando del -21% en febrero al -15% en mayo. Las expectativas relativas al crecimiento de los beneficios por acción en los próximos doce meses se mantuvieron prácticamente sin cambios, en un sólido nivel del 24%, en mayo, mientras que las expectativas de beneficios a largo plazo mejoraron ligeramente.

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

El coste real de la financiación de las sociedades no financieras de la zona del euro aumentó ligeramente entre diciembre de 2009 y abril de 2010, interrumpiendo la tendencia a la baja que había durado más de un año. El aumento de los costes de financiación se debió al incremento del coste de la emisión de acciones cotizadas, mientras que el coste de la financiación mediante valores de renta fija y en menor medida, los tipos de interés aplicados por las entidades de crédito a los préstamos y créditos, continuaron descendiendo. La emisión de valores distintos de acciones por parte de las sociedades no financieras continuó siendo intensa durante el período de referencia, mientras que la financiación bancaria siguió disminuyendo.

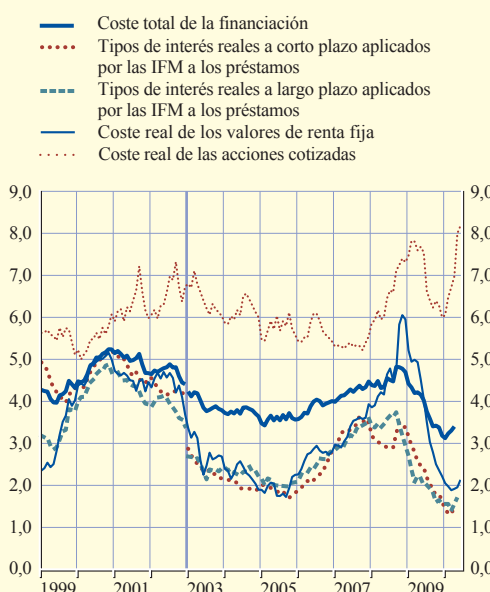
CONDICIONES DE FINANCIACIÓN

El coste real de la financiación externa de las sociedades no financieras de la zona del euro —calculado ponderando el coste de las distintas fuentes de financiación a partir de sus saldos vivos, corregido de efectos de valoración— aumentó un 3,4% en abril de 2010, lo que representa un incremento de 21 puntos básicos en comparación con el último trimestre de 2009 (véase gráfico 28).

La evolución de los tipos de interés aplicados por las entidades de crédito a los préstamos y créditos durante el período de referencia apunta a la desaparición de la transmisión gradual de las anteriores modificaciones de los tipos de interés oficiales del BCE a los clientes bancarios de la zona del euro. Los tipos de interés reales a corto plazo aplicados por las IFM se redujeron 31 puntos básicos entre diciembre de 2009 y abril de 2010, mientras que los tipos reales a largo plazo aplicados por las citadas instituciones aumentaron 4 puntos básicos. Al mismo tiempo, el coste real de los valores

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

(en porcentaje; datos mensuales)



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

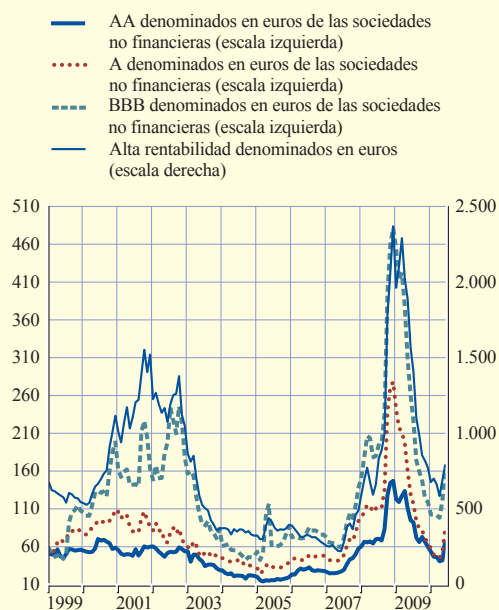
Notas: El coste real de la financiación externa de las sociedades no financieras se calcula como la media ponderada del coste de los préstamos bancarios, el coste de los valores distintos de acciones y el coste de las acciones, basados en sus respectivos saldos vivos y deflactados por las expectativas de inflación (véase el recuadro 4 del Boletín Mensual de marzo de 2005). La armonización de los tipos de interés aplicados por las IFM a los préstamos introducida a principios de 2003 provocó una ruptura en las series.

de renta fija disminuyó alrededor de 30 puntos básicos, favorecido por nuevas reducciones de los diferenciales de los valores de renta fija privada durante la mayor parte de este período. Entre diciembre de 2009 y abril de 2010, el coste real de las acciones aumentó más de 90 puntos básicos en total, y otros 100 puntos básicos en mayo, cuando las tensiones que se produjeron en los mercados de deuda soberana incrementaron la volatilidad en los mercados financieros en general. Desde una perspectiva a más largo plazo, en el primer trimestre de 2010, el coste real total de la financiación de las sociedades no financieras de la zona del euro se mantuvo en torno a los niveles más bajos registrados desde 1999 para todos los componentes, excepto en lo que respecta al coste real de las acciones.

Entre diciembre de 2009 y abril de 2010, la mayor parte de los tipos de interés nominales aplicados por las IFM a los nuevos préstamos concedidos a las sociedades no financieras volvió a descender ligeramente (véase cuadro 4). La tendencia a la baja registrada en los tipos de interés aplicados por las IFM desde noviembre de 2008 pareció moderarse en el primer trimestre de 2010. Es posible que la evolución observada en abril de 2010 también comience a reflejar los incrementos de los tipos del mercado monetario mencionados y de los rendimientos de los bonos, cuya dinámica suele influir en los

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

(en puntos básicos; medias mensuales)



Fuentes: Thomson Financial Datastream y cálculos del BCE.
 Nota: Los diferenciales de los valores de renta fija de las sociedades no financieras se calculan en relación con los rendimientos de la deuda pública con calificación crediticia AAA.

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

(en porcentaje; en puntos básicos)

							Variaciones en puntos básicos hasta abril 2010 ¹⁾		
	2009 I	2009 II	2009 III	2009 IV	2010 Mar	2010 Abr	2009 Ene	2010 Ene	2010 Mar
Tipos de interés aplicados por las IFM									
Descubiertos en cuenta de las sociedades no financieras	5,08	4,55	4,25	4,06	3,98	3,97	-168	-8	-1
Préstamos a las sociedades no financieras hasta un millón de euros									
Sin fijación del tipo y con período inicial de fijación del tipo hasta un año	4,03	3,64	3,36	3,28	3,24	3,18	-155	-7	-6
Con período inicial de fijación del tipo de más de cinco años	4,74	4,49	4,16	3,96	4,00	3,90	-134	-9	-10
Préstamos a las sociedades no financieras por importe superior a un millón de euros									
Sin fijación del tipo y con período inicial de fijación del tipo hasta un año	2,85	2,57	2,06	2,19	1,99	2,00	-152	-1	1
Con período inicial de fijación del tipo de más de cinco años	3,87	3,71	3,64	3,58	3,44	3,45	-113	-20	1
Pro memoria									
Tipo de interés a tres meses del mercado monetario	1,63	1,22	0,77	0,71	0,64	0,64	-182	-4	0
Rendimiento de la deuda pública a dos años	1,75	1,68	1,28	1,39	1,40	1,75	-39	24	35
Rendimiento de la deuda pública a siete años	3,38	3,53	3,10	3,10	3,15	3,26	-18	3	11

Fuente: BCE.

1) Pueden producirse discrepancias, debido al redondeo.

costes de financiación a corto plazo de las entidades de crédito y en los tipos de interés a largo plazo aplicados por las entidades a los préstamos y créditos, respectivamente.

El acusado descenso del coste real de la financiación mediante valores de renta fija está siendo impulsado, principalmente, por el estrechamiento de los diferenciales de los valores de renta fija privada. Durante el primer trimestre y en abril de 2010, estos diferenciales disminuyeron en todas las calificaciones crediticias, y cayeron hasta situarse por debajo de los niveles registrados en agosto de 2008 (es decir, poco antes del aumento generalizado de los diferenciales de los valores de renta fija privada que se produjo cuando la crisis de agudizó; véase gráfico 29). Por el contrario, en mayo de 2010, los diferenciales de los valores de renta fija privada se vieron afectados por la intensa búsqueda de activos de mejor calidad por parte de los inversores financieros y, en consecuencia, empezaron a aumentar de nuevo, invirtiendo la mayor parte de la reducción registrada en el transcurso de este año. Por ejemplo, entre abril y mayo de 2010, los diferenciales de los bonos con calificación BBB se incrementaron unos 20 puntos básicos, mientras que los correspondientes a los bonos de alta rentabilidad aumentaron 100 puntos básicos. Los diferenciales de las categorías con calificación más elevada resultaron menos afectados por el cambio de actitud y se mantuvieron en niveles similares a los observados antes de la aparición de las tensiones más recientes.

FLUJOS DE FINANCIACIÓN

La mayor parte de los indicadores de rentabilidad de las sociedades no financieras de la zona del euro apuntan a una nueva mejora en el primer trimestre y en abril y mayo de 2010. Sin embargo, la tasa de variación interanual de los beneficios por acción de las sociedades no financieras cotizadas de la zona del euro continuó siendo negativa en marzo de 2010 (del -15%, frente al -26% de marzo; véase gráfico 30). De cara al futuro, se espera que los beneficios sigan mejorando aunque, en general, se prevé que el crecimiento de los beneficios por acción de las sociedades no financieras siga siendo negativo hasta el otoño de 2010.

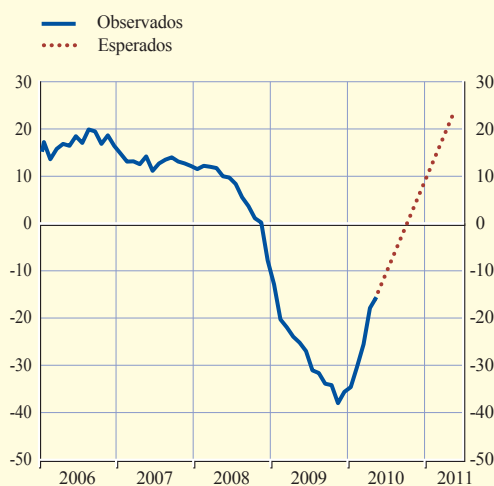
En cuanto a la financiación externa, los préstamos concedidos por las IFM a las sociedades no financieras continuaron disminuyendo, aunque la emisión

de instrumentos de mercado (valores distintos de acciones y acciones cotizadas) aumentó a unas tasas de crecimiento de dos dígitos (véase gráfico 31). La tasa de crecimiento interanual de las acciones cotizadas emitidas por las sociedades no financieras experimentó un ligero descenso al final del primer trimestre de 2010. La emisión de valores distintos de acciones también siguió siendo vigorosa hasta marzo de 2010, registrándose un acusado incremento de la tasa de crecimiento interanual de la emisión de este tipo de valores a largo plazo, ya que este sector se vio influenciado por las actividades de refinanciación, que han favorecido la emisión de valores distintos de acciones a largo plazo en detrimento de la emisión de este tipo de valores a corto plazo.

El crecimiento de los préstamos bancarios otorgados a las sociedades no financieras era negativo (el -2,4%) al final del primer trimestre de 2010 (véase

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

(en porcentaje; datos mensuales)



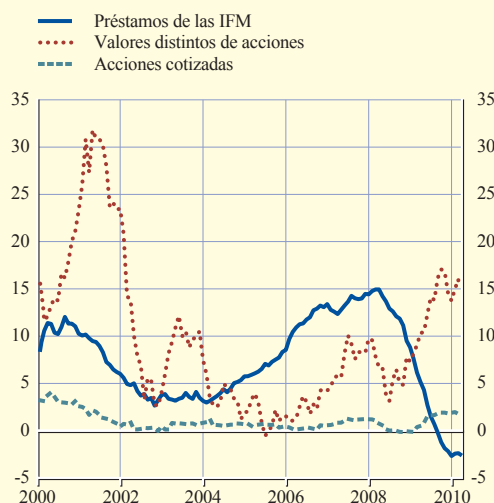
Fuentes: Thomson Financial Datastream y cálculos del BCE.

cuadro 5). En abril de 2010, la tasa de crecimiento interanual de los préstamos a las sociedades no financieras volvió a disminuir y se situó en el -2,6%. En concreto, los préstamos a corto plazo (hasta un año) concedidos a las sociedades no financieras fueron los que más se redujeron, con unas tasas de crecimiento interanual que han permanecido en niveles negativos desde marzo de 2009. Únicamente los préstamos a más de cinco años han mostrado algunas señales de estabilización en los últimos meses, observándose flujos positivos en abril de 2010. La evidencia empírica sugiere que los préstamos a este sector suelen tender a ir considerablemente a la zaga del ciclo económico. En consecuencia, la desaceleración observada en los préstamos parece ser acorde con regularidades históricas, dados los efectos prolongados de la débil situación económica y el actual proceso de sustitución hacia la financiación en los mercados.

Según los resultados de la última encuesta sobre préstamos bancarios, factores de demanda, como la caída de la inversión en capital en fijo y de las operaciones de fusión y adquisición, tuvieron un efecto negativo en la demanda de préstamos de las sociedades no financieras en el primer trimestre de 2010

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

(tasas de variación interanual)



Fuente: BCE

Nota: Las acciones cotizadas están denominadas en euros.

Cuadro 5 Financiación de las sociedades no financieras

	Tasas de crecimiento interanual				
	2009 I	2009 II	2009 III	2009 IV	2010 I
Préstamos de IFM	6,1	2,7	-0,2	-2,2	-2,4
Hasta un año	-0,5	-5,8	-10,2	-13,2	-10,6
De uno a cinco años	11,0	7,2	2,0	-1,9	-4,4
Más de cinco años	8,1	5,9	4,6	3,8	2,7
Valores distintos de acciones	9,1	12,3	16,1	14,5	16,0
A corto plazo	-10,5	-23,8	-25,2	-38,4	-21,5
A largo plazo, de los cuales ¹⁾	12,9	19,4	24,0	24,8	21,8
A tipo fijo	17,6	25,1	31,4	32,3	26,4
A tipo variable	-0,5	-1,1	-4,8	-4,2	-0,1
Acciones cotizadas	0,4	1,5	1,8	1,8	1,8
Pro memoria²⁾					
Total financiación	3,4	2,9	2,1	1,2	-
Préstamos a sociedades no financieras	6,5	4,1	1,7	0,0	-
Reservas técnicas de seguro ³⁾	0,5	0,5	0,5	0,5	-

Fuentes: BCE, Eurostat y cálculos del BCE.

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

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

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

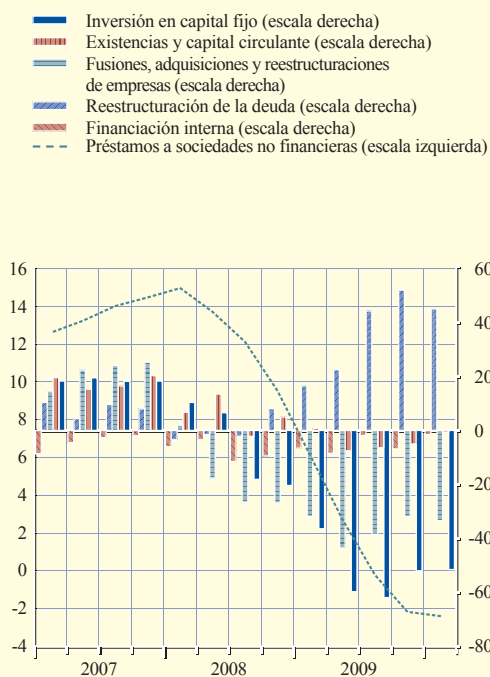
3) Incluye las reservas de los fondos de pensiones.

(véase gráfico 32). Al mismo tiempo, la encuesta confirmó que, aunque se han observado ciertas mejoras en la situación de liquidez de las entidades de crédito, el coste asociado a su nivel de capital y a su capacidad para acceder a la financiación en los mercados siguió contribuyendo al endurecimiento de los criterios aplicados en la aprobación de préstamos y créditos a empresas. Por consiguiente, aunque el endurecimiento neto general no se modificó en ese período, parece que las restricciones de crédito continuaron influyendo en la evolución de los préstamos.

La brecha de financiación (o necesidad de financiación) de las sociedades no financieras, esto es, la diferencia entre los gastos en inversión real y la financiación interna (ahorro bruto), se redujo considerablemente, hasta el 0,5% del valor añadido bruto, en el cuarto trimestre de 2009, en términos de sumas móviles de cuatro trimestres. En el gráfico 33 se presentan los componentes que integran el ahorro, la financiación y la inversión de las empresas de la zona del euro, según figuran en las cuentas de la zona del euro, para los que se dispone de datos hasta el cuarto trimestre de 2009. Como se observa en el gráfico, la inversión real (formación bruta de capital fijo) de las empresas podría estar financiándose casi en su totalidad con fondos internos, mientras que el crecimiento de la financiación externa se ha reducido considerablemente, desapareciendo casi por completo como fuente de financiación de este sector. Al mismo tiempo, la adquisición neta de activos financieros, incluidas acciones, descendió de nuevo en el cuarto trimestre de 2009.

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

(tasas de variación interanual; en porcentaje neto)

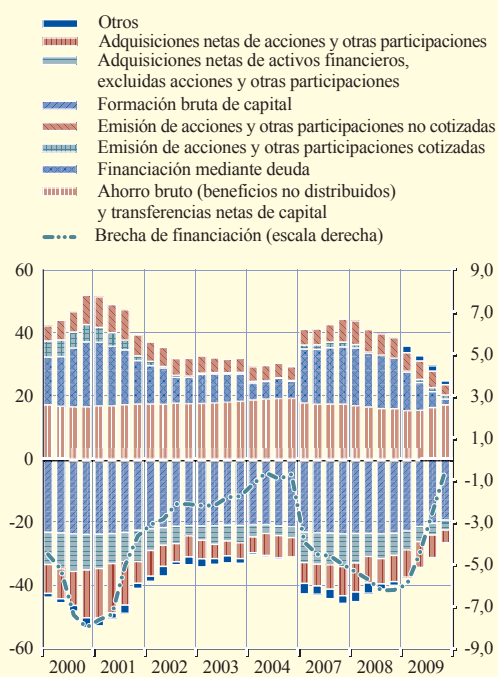


Fuente: BCE.

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

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

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



Fuente: Cuentas de la zona del euro.

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

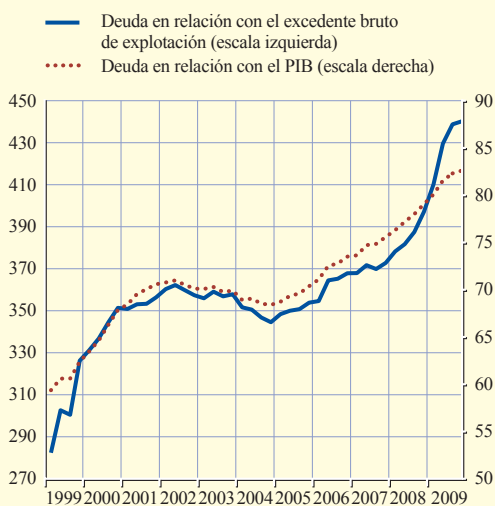
POSICIÓN FINANCIERA

En el cuarto trimestre de 2009, el endeudamiento de las sociedades no financieras prácticamente no se modificó y permaneció en niveles elevados, en el 83% y el 440%, respectivamente, en términos de las ratios de deuda en relación con el PIB y con el excedente bruto de explotación (véase gráfico 34). La disminución de los flujos de financiación externa y la moderación observada en la contracción de las fuentes de financiación interna durante el segundo semestre de 2009 pueden indicar que las empresas están consolidando activamente su posición financiera.

Las sociedades no financieras se beneficiaron de la disminución de los tipos de interés aplicados por las entidades de crédito a los préstamos y créditos y de los tipos de interés de mercado a través de una nueva reducción de su carga por intereses en el primer trimestre y en abril de 2010 (véase gráfico 35). En general, el nivel de endeudamiento y la carga por intereses asociada siguieron siendo elevados, lo que sugiere que la demanda de financiación externa seguirá siendo moderada y que persiste el margen de maniobra para reestructurar los balances conjuntamente con una recuperación de los flujos de caja.

Gráfico 34 Ratios de endeudamiento del sector de sociedades no financieras

(en porcentaje)

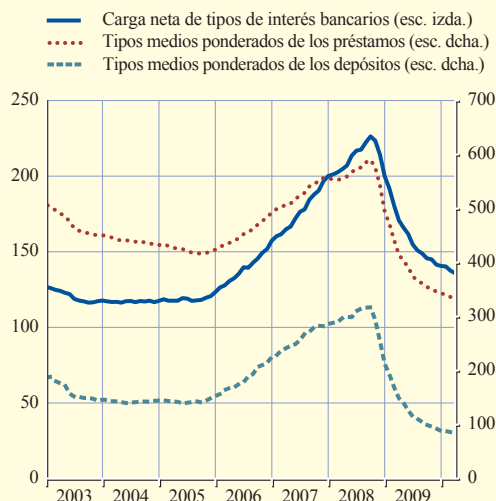


Fuentes: BCE, Eurostat y cálculos del BCE.

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

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

(puntos básicos)



Fuente: BCE.

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

2.7 FLUJOS DE FINANCIACIÓN Y POSICIÓN FINANCIERA DEL SECTOR HOGARES

En el primer trimestre de 2010, las condiciones de financiación de los hogares se caracterizaron por el hecho de que los tipos de interés aplicados por las entidades de crédito a los préstamos y créditos volvieron a disminuir ligeramente. Al mismo tiempo, el endurecimiento neto de los criterios aplicados en la aprobación de préstamos a hogares aumentó levemente por primera vez desde el otoño de 2008. La tasa de crecimiento interanual del endeudamiento de este sector se incrementó de nuevo en el primer trimestre y en abril de 2010, una evolución todavía impulsada, principalmente, por los préstamos para

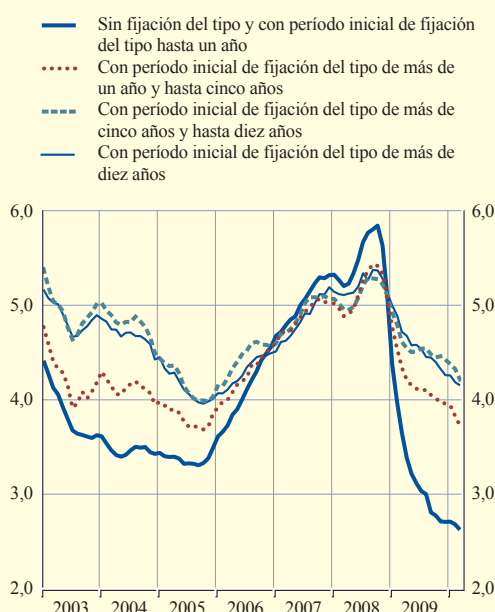
adquisición de vivienda. La deuda en relación con la renta de los hogares experimentó un aumento moderado, mientras que la carga por intereses de este sector siguió disminuyendo.

CONDICIONES DE FINANCIACIÓN

El coste de financiación de los hogares de la zona del euro siguió disminuyendo en el primer trimestre de 2010, aunque en menor medida que en trimestres anteriores. Los tipos de interés aplicados por las IFM a los préstamos a hogares para adquisición de vivienda continuaron descendiendo en el primer trimestre (véase gráfico 36). Esta reducción, que fue generalizada en todos los plazos de vencimiento, se debió fundamentalmente a un nuevo estrechamiento de los diferenciales entre los tipos de interés aplicados a los nuevos préstamos para adquisición de vivienda y los tipos de interés de mercado similares. La estructura temporal de los tipos de interés de los préstamos para adquisición de vivienda siguió estando caracterizada por un considerable diferencial positivo entre los tipos aplicados a los préstamos con período inicial de fijación del tipo largo (de más de cinco años) y los aplicados a los préstamos con período inicial de fijación corto (es decir, los préstamos sin fijación del tipo y con período inicial de fijación del tipo hasta un año). En consecuencia, los préstamos con período inicial de fijación del tipo más corto continuaron representando algo más de la mitad del total de nuevas operaciones de préstamos en el primer trimestre.

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

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



Fuente: BCE.

En el primer trimestre de 2010, la media de los tipos de interés aplicados por las IFM al crédito al consumo no experimentó variaciones. Esta evolución oculta un nuevo descenso de los tipos aplicados a los préstamos con período inicial de fijación del tipo corto (esto es, los préstamos sin fijación del tipo y con período inicial de fijación del tipo hasta un año), mientras que los correspondientes a los préstamos con período inicial de fijación del tipo de más de cinco años registraron un ligero aumento, el primero desde el otoño de 2008. Los diferenciales entre los tipos aplicados al crédito al consumo y los tipos de mercado similares se redujeron en el caso de los préstamos con período de fijación del tipo corto, mientras que los aplicados a los préstamos con período de fijación más largo aumentaron. En general, los tipos aplicados a los préstamos con período inicial de fijación del tipo de más de un año y hasta cinco años, continuaron siendo los más bajos, seguidos muy de cerca por los correspondientes a los préstamos con el período inicial de fijación más breve, mientras que los de los préstamos con período inicial de fijación del tipo de más de cinco años siguieron siendo los más elevados.

Los resultados de la encuesta sobre préstamos bancarios de abril de 2010 indican que el porcentaje neto de entidades que señaló que el endurecimiento de los criterios aplicados en la aprobación de préstamos a hogares se incrementó ligeramente en el primer trimestre de 2010. Este aumento del endurecimiento neto de los criterios, el primero desde el otoño de 2008, se concentró en los préstamos para adquisición

de vivienda, mientras que los criterios aplicados al crédito al consumo y a otros préstamos prácticamente no se modificaron. El mayor endurecimiento neto de los criterios señalado en el caso de los préstamos para adquisición de vivienda no quedó reflejado en los factores subyacentes que, o bien permanecieron prácticamente invariables (como las perspectivas del mercado de la vivienda, por ejemplo), o contribuyeron en menor medida al endurecimiento neto (como es el caso de las perspectivas económicas generales). Por consiguiente, parte del aumento del endurecimiento neto de los criterios puede estar relacionado con otros factores como cambios en la gestión de los riesgos por parte de las entidades de crédito. Al igual que en la encuesta anterior, factores asociados a los costes de financiación y la disponibilidad de fondos de las entidades, que pueden considerarse restricciones puras por el lado de la oferta para la concesión de préstamos, siguieron siendo neutrales para todas las modalidades de préstamo. Por último, las entidades consideraron que la demanda neta de préstamos para adquisición de vivienda había disminuido en el primer trimestre, tras haber aumentado durante tres trimestres consecutivos. Esto se debió, en particular, a una contribución menos positiva de las perspectivas del mercado de la vivienda y a una aportación más negativa de la confianza de los consumidores. La demanda neta de crédito al consumo y de otros préstamos pareció ser algo más moderada en el primer trimestre.

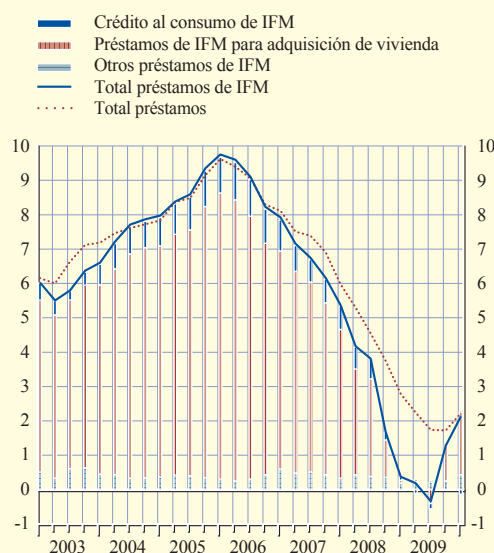
FLUJOS DE FINANCIACIÓN

La tasa de crecimiento interanual del total de préstamos concedidos a los hogares no se modificó y fue del 1,7% en el cuarto trimestre de 2009 (el trimestre más reciente para el que se dispone de datos de las cuentas integradas de la zona del euro), rompiendo por tanto la tendencia a la baja observada desde mediados de 2006. No obstante, esta evolución oculta un marcado descenso del crecimiento interanual de los préstamos otorgados por las instituciones distintas de IFM a los hogares, hasta el 4,3%, desde el 15,6% del trimestre anterior. Esta caída se debió al hecho de que el impacto de las operaciones de titulización fuera de balance o real (en las que los préstamos se dan de baja y, por tanto, se eliminan del balance de las IFM, y posteriormente se contabilizan como préstamos de otros intermediarios financieros), que fue especialmente intenso a finales de 2008, desapareció del cálculo de la tasa de crecimiento interanual. Los datos disponibles sobre préstamos y titulizaciones de las IFM indican que la tasa de crecimiento interanual del total de préstamos a hogares aumentó y se situó ligeramente por encima del 2% en el primer trimestre de 2010 (véase gráfico 37).

En abril de 2010, la tasa de crecimiento interanual de los préstamos concedidos por las IFM a los hogares aumentó hasta situarse en el 2,5%, frente al 1,7% y el 0,3% del primer trimestre de 2010 y el cuarto trimestre de 2009, respectivamente. La evolución más reciente confirma que en 2009 se produjo un punto de inflexión. Si se tiene en cuenta el impacto de las bajas del balance realizadas en el contexto de las operaciones de titulización, la

Gráfico 37 Total de préstamos concedidos a los hogares

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



Fuente: BCE.

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

recuperación de la tasa de crecimiento interanual de los préstamos otorgados a los hogares es menos pronunciada.

La persistencia de los flujos positivos en los préstamos de las IFM y los aumentos de la tasa de crecimiento interanual parecen ser acordes con regularidades de largo plazo, según las cuales el endeudamiento de los hogares tiende a mejorar al principio del ciclo económico. No obstante, en un futuro próximo, estas mejoras pueden seguir siendo limitadas, dado que las perspectivas de los mercados de la vivienda y las de renta todavía están sujetas a una considerable incertidumbre y que el nivel de endeudamiento de este sector sigue siendo elevado en comparación con ciclos anteriores.

Dentro de los préstamos de las IFM a los hogares, la tasa de crecimiento interanual de los préstamos para adquisición de vivienda se incrementó hasta situarse en el 2,9% en abril de 2010, frente al 2% alcanzado, en promedio, en el primer trimestre de 2010, reflejo de las entradas mensuales sostenidas registradas desde mediados de 2009. El mismo patrón se observa en el caso de los otros préstamos a hogares, cuya tasa de crecimiento interanual se elevó hasta el 3% en abril, frente al 2,4% del primer trimestre. Por el contrario, la tasa de crecimiento interanual del crédito al consumo continuó siendo negativa (el -0,3% en abril), aunque experimentó un ligero aumento en comparación con el primer trimestre.

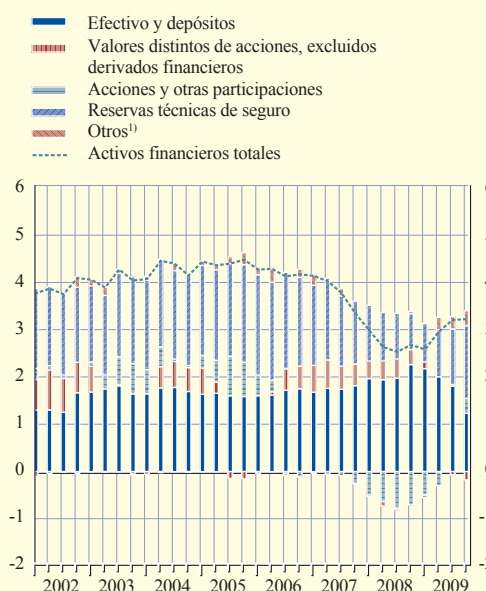
Por lo que se refiere al activo del balance del sector hogares de la zona del euro que figura en las cuentas de la zona, la tasa de crecimiento interanual de la inversión financiera total se mantuvo invariable, en el 3,2%, en el cuarto trimestre de 2009 (véase gráfico 38). No obstante, esta evolución muestra considerables desplazamientos de cartera. Ciertamente, la contribución de la inversión en efectivo y depósitos se redujo sustancialmente, y esta categoría de activos dejó de ser la que más contribuyó al crecimiento de la inversión financiera total. Los hogares continuaron trasvasando fondos desde activos líquidos hacia activos a más largo plazo y de mayor riesgo en un contexto con una pendiente acusada de la curva de rendimientos y de mejora del clima en los mercados. En particular, las adquisiciones de reservas técnicas de seguro aumentaron de manera significativa, y esta clase de activos pasó a ser la que más contribuyó al crecimiento de la inversión financiera total. Los hogares también continuaron incrementando sus adquisiciones de participaciones en fondos de inversión (distintos de los fondos del mercado monetario). En cambio, redujeron sus tenencias directas de bonos y de acciones cotizadas.

POSICIÓN FINANCIERA

Según las estimaciones, la deuda en relación con la renta disponible de los hogares aumentó ligeramente hasta situarse justo por debajo del 96% en el primer trimestre de 2010, tras haber permanecido prácticamente estable entre finales de 2007 y mediados de 2009 (véase gráfico 39). Esta evolución refleja el ligero repunte del endeudamiento de este sector

Gráfico 38 Inversión financiera de los hogares

(tasas de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales)



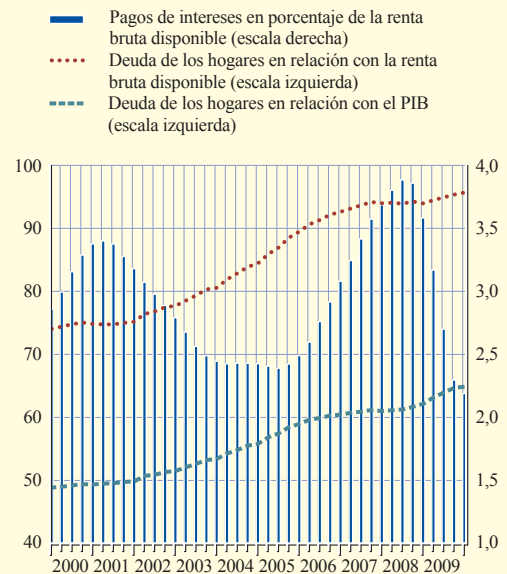
Fuentes: BCE y Eurostat.

1) Incluye préstamos y otras cuentas pendientes de cobro.

y el moderado crecimiento de la renta observado en los últimos trimestres. En cambio, se estima que la deuda en relación con el PIB de los hogares básicamente no se modificó en el primer trimestre, reflejo del hecho de que la actividad económica general ha estado mostrando una recuperación cíclica más pronunciada que la renta de los hogares. Se estima que la carga por intereses de este sector siguió disminuyendo, aunque de forma bastante menos acusada que en trimestres anteriores, y que en el primer trimestre se situó en 2,2% de la renta disponible, frente al 2,3% del trimestre precedente. El leve aumento de la deuda de los hogares en relación con la renta refleja el impacto de la reducción de los tipos de sus pagos de intereses.

Gráfico 39 Endeudamiento y pagos de intereses de los hogares

(en porcentaje)



Fuentes: BCE y Eurostat.

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

3 PRECIOS Y COSTES

Según el avance de Eurostat, la inflación interanual medida por el IAPC de la zona del euro se situó en el 1,6% en mayo de 2010, frente al 1,5% de abril. El aumento de la inflación observado en los últimos meses refleja, en gran medida, la subida de los precios de la energía. De cara al futuro se espera que las tasas de inflación se mantengan, en general, en una senda moderada. Las presiones al alza sobre los precios de las materias primas podrían persistir, mientras que las presiones sobre los precios internos se mantendrían en niveles reducidos. Esta valoración está en línea con las proyecciones macroeconómicas de junio de 2010 elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro, que sitúan la inflación interanual medida por el IAPC en un intervalo comprendido entre el 1,4% y el 1,6% en 2010 y entre el 1% y el 2,2% en 2011. En comparación con las proyecciones macroeconómicas de marzo de 2010 elaboradas por los expertos del BCE, los intervalos se han ajustado ligeramente al alza, resultado, principalmente, del aumento de los precios de las materias primas en la zona del euro. Las previsiones de organismos internacionales actualmente disponibles reflejan una situación generalmente similar. Los riesgos para estas perspectivas a medio plazo están, en general, equilibrados.

3.1 PRECIOS DE CONSUMO

Según el avance de Eurostat, la inflación interanual medida por el IAPC de la zona del euro se situó en el 1,6% en mayo de 2010, frente al 1,5% de abril (véase cuadro 6). Desde una perspectiva a más largo plazo, en los dos últimos años la tasa de inflación interanual medida por el IAPC ha experimentado fuertes fluctuaciones, que se han traducido en un descenso constante entre mediados de 2008 y mediados de 2009, como consecuencia de la caída de los precios de los alimentos y la energía, hasta alcanzar un mínimo histórico del -0,6% en julio de 2009, antes de volver a valores positivos en noviembre del mismo año, como resultado de efectos de base. En los últimos meses se ha observado una elevación del índice, impulsada, básicamente, por la subida de los precios de la energía.

Por lo que se refiere a la evolución del IAPC por sectores, los datos más recientes muestran que la tasa de variación interanual del componente energético del índice aumentó hasta el 9,1% en abril, desde el 7,2% de marzo (véase gráfico 40). Desde una perspectiva a más largo plazo, la tasa de varia-

Cuadro 6 Evolución de los precios

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

	2008	2009	2009 Dic	2010 Ene	2010 Feb	2010 Mar	2010 Abr	2010 May
IAPC y sus componentes								
Índice general ¹⁾	3,3	0,3	0,9	1,0	0,9	1,4	1,5	1,6
Energía	10,3	-8,1	1,8	4,0	3,3	7,2	9,1	.
Alimentos no elaborados	3,5	0,2	-1,6	-1,3	-1,2	-0,1	0,7	.
Alimentos elaborados	6,1	1,1	0,7	0,6	0,6	0,5	0,6	.
Bienes industriales no energéticos	0,8	0,6	0,4	0,1	0,1	0,1	0,2	.
Servicios	2,6	2,0	1,6	1,4	1,3	1,6	1,2	.
Otros indicadores de precios								
Precios industriales	6,1	-5,1	-2,9	-1,0	-0,4	0,9	2,8	.
Precios del petróleo (euro/barril)	65,9	44,6	51,6	54,0	54,5	59,1	64,0	61,6
Precios de las materias primas no energéticas	2,0	-18,5	19,2	27,3	25,4	34,5	51,9	51,9

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

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

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

ción interanual de los precios energéticos ha subido de forma continua desde el mínimo del -14,4% alcanzado en julio de 2009. El incremento observado desde ese mes fue consecuencia de las acusadas subidas de los precios del petróleo registradas desde el verano pasado y de los efectos de base positivos derivados de la fuerte caída de los precios del petróleo observada a finales de 2008. Dentro de los precios energéticos, cabe destacar que la tendencia al alza que mostraron durante este período fue resultado, en gran medida, de la elevación de los precios de partidas directamente relacionadas con la evolución de los precios del petróleo (combustibles líquidos para vehículos privados y calefacción doméstica), mientras que las tasas de variación interanual de subcomponentes energéticos no derivados del petróleo (como la electricidad y el gas) se mantuvieron más estables. En los últimos meses, el aumento de los márgenes del refino (medidos como la diferencia entre el precio de los productos del refino del petróleo y el precio del crudo) ha contribuido también a la tendencia al alza de los precios de la energía. Los últimos datos indican que los márgenes del refino se sitúan actualmente por encima de su media a largo plazo. De cara al futuro, basándose en los actuales futuros sobre precios del petróleo, se espera que la inflación en los precios de la energía se mantenga en un nivel elevado en lo que queda de 2010, con algunas ligeras contribuciones positivas de los efectos de base y de los impuestos indirectos.

Tras mantenerse en valores negativos durante siete meses, la tasa de variación interanual de los precios de todos los alimentos (incluidos el alcohol y el tabaco) volvió a valores positivos en marzo, situándose en el 0,3%. La tendencia al alza continuó en abril, mes en el que los precios de los alimentos registraron una tasa de variación interanual del 0,7%. Los precios de los alimentos, junto con los precios de la energía, son dos de los componentes más volátiles de la cesta del IAPC. Así pues, aunque el componente de precios de los alimentos solo representa en torno al 20% de la cesta total del IAPC, puede contribuir de forma significativa a las fluctuaciones del IAPC general. En efecto, la caída de la inflación medida por el IAPC observada entre mediados de 2008 y mediados de 2009 puede atribuirse, en gran medida, a un pronunciado descenso de los precios de las materias primas alimentarias en los mercados internacionales durante el mismo período. En los meses de otoño de 2009, la tendencia a la baja de los precios de los alimentos se detuvo y desde entonces se ha producido cierta estabilización.

La evolución de los precios de los alimentos se analiza habitualmente considerando los alimentos elaborados y los alimentos no elaborados por separado. En los meses de otoño de 2009 y los cuatro primeros meses de 2010, las tasas de variación interanual de los componentes más importantes de alimentos elaborados, como el pan y los productos lácteos (leche, queso) y huevos, se mantuvieron en valores negativos, mientras que los componentes que se ven más afectados por los impuestos indirectos (tabaco, vino, cerveza y licores) ejercieron presiones al alza sobre los precios de los alimentos elaborados. El tabaco representa cerca de una cuarta parte del componente de alimentos elaborados y el aumento de los impuestos indirectos llevado a cabo el año pasado elevó la tasa de variación interanual del tabaco al 6,2% en abril, situándola por encima de la media del 5,4% registrada desde 1998.

Las tasas de variación interanual de los precios de los alimentos no elaborados mostraron también cierta estabilización a finales de 2009 y comienzos de 2010, aunque empezaron a subir en marzo y abril. Dos factores han contribuido a este repunte. En primer lugar, algunos componentes, como los precios de las legumbres y hortalizas, se ven afectados, en parte, por los costes del transporte, que se han elevado en los últimos meses, como resultado del aumento de los precios del petróleo. En segundo lugar, parte del repunte se debe también a los efectos de base derivados de la evolución de los precios de los alimentos no elaborados observada hace un año. En el recuadro 4 se analiza con más detalle la evolución reciente de los precios de los alimentos.

Recuadro 4

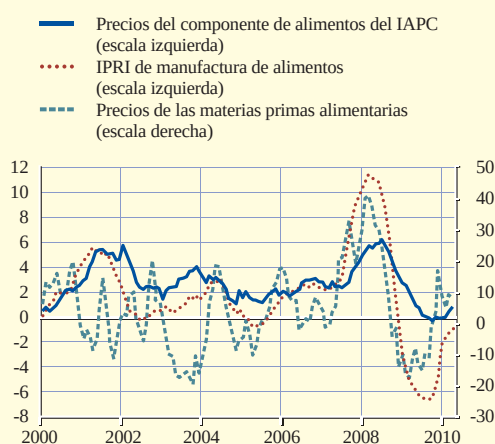
PRECIOS DE LAS MATERIAS PRIMAS AGRÍCOLAS Y DEL COMPONENTE DE ALIMENTOS DEL IAPC DE LA ZONA DEL EURO

Los alimentos representan en torno al 20% de la cesta de la compra de la zona del euro y los precios de los alimentos han sido los responsables, junto con los precios de la energía, de buena parte de la volatilidad de la inflación medida por el IAPC general registrada desde mediados de 2007. Por lo tanto, comprender su dinámica es muy importante para la formulación de la política monetaria. En este recuadro se describe la evolución reciente de los precios del componente de alimentos del IAPC y se analiza la transmisión de las perturbaciones de los precios de las materias primas a través de la cadena de producción de alimentos en la zona del euro.

En los últimos años, los precios de los alimentos han experimentado acusadas fluctuaciones en la zona del euro, tanto en términos de precios industriales como de precios de consumo (véase gráfico A). La inflación interanual en el componente de alimentos del IAPC se elevó considerablemente en el transcurso de 2007 y 2008, hasta alcanzar el 6,1% en julio de 2008, para descender, posteriormente, hasta situarse en un mínimo histórico, el -0,4%, en octubre de 2009 (según datos disponibles a partir de enero de 1991), antes de volver a subir hasta el 0,7% en abril de

Gráfico A Precios internacionales de las materias primas alimentarias, IPRI y precios del componente de alimentos del IAPC de la zona del euro

(tasas de variación interanual)



Fuente: Eurostat.

Componentes de alimentos no elaborados y elaborados del IAPC de la zona del euro y sus principales subcomponentes

(tasas de variación interanual)

	Ponderaciones del IAPC (%) 2010	2007	2008	2009	2009 Nov	2009 Dic	2010 Ene	2010 Feb	2010 Mar	2010 Abr
Alimentos	19,2	2,8	5,1	0,7	-0,1	-0,2	-0,1	-0,1	0,3	0,7
Alimentos no elaborados	7,3	3,0	3,5	0,2	-1,3	-1,6	-1,3	-1,2	-0,1	0,7
Carne	3,6	2,7	3,9	1,4	-0,2	-0,4	-0,7	-0,6	-0,6	-0,2
Pescado	1,1	2,8	2,9	-0,6	-0,4	-0,6	-0,6	-0,6	1,0	1,3
Frutas	1,1	3,4	6,2	-1,8	-2,9	-1,7	-2,1	-3,3	-3,1	-1,3
Legumbres y hortalizas	1,5	3,3	1,0	-0,3	-2,9	-4,8	-2,5	-1,3	2,4	4,0
Alimentos elaborados, excluido tabaco	9,5	0,5	1,6	2,3	-0,7	-0,7	-0,8	-0,8	-0,7	-0,7
Pan y cereales	2,6	3,5	8,6	1,3	-0,5	-0,6	-0,7	-0,5	-0,5	-0,5
Leche, queso y huevos	2,2	3,4	10,6	-2,8	-3,3	-2,9	-2,8	-2,6	-2,5	-2,4
Aceites y grasas	0,5	-1,7	6,4	-4,0	-3,5	-2,6	-2,0	-2,3	-1,9	-1,3
Azúcar, mermeladas, miel, chocolate y productos de confitería	1,0	1,1	4,4	1,6	0,0	-0,3	-0,3	-0,3	-0,2	-0,3
Productos alimenticios no clasificados en otras partes	0,5	0,7	4,1	2,1	0,6	0,3	-0,2	0,2	-0,2	-0,5
Tabaco	2,4	4,5	3,2	4,7	6,0	6,6	6,5	6,3	5,9	6,2

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Nota: El agregado de alimentos elaborados incluye también agua mineral, refrescos, zumos de fruta, legumbres y hortalizas, alcoholes y licores, vino y cerveza, que no figuran en este cuadro.

2010. Entre enero de 1998 y marzo de 2010, la tasa media de variación interanual de este componente fue del 2,4%. La mayor parte del ascenso y descenso de los precios del componente de alimentos del IAPC entre 2007 y 2009 se debió a las variaciones de los precios de los componentes con mayor dependencia de las materias primas, como la carne, el pan y los cereales, la leche, el queso y los huevos, y los aceites y las grasas. Sin embargo, la subida de los precios del componente de alimentos del IAPC observada en los últimos meses estuvo determinada, principalmente, por los precios estacionales del pescado y de las legumbres y hortalizas, probable reflejo, en este último caso, del efecto de las bajas temperaturas sobre los alimentos frescos (véase cuadro).

La cadena de producción de alimentos

Las pronunciadas oscilaciones registradas por los precios del componente de alimentos del IAPC desde mediados de 2007 se han atribuido, en gran medida, a las marcadas fluctuaciones de los precios de las materias primas alimentarias en los mercados internacionales y a su posterior transmisión a los precios de consumo de la zona del euro. En efecto, los precios de las materias primas alimentarias experimentaron fuertes subidas en los mercados internacionales entre principios de 2006 y mediados de 2008, antes de volver a descender como consecuencia de la crisis financiera mundial. Los constantes aumentos de los precios internacionales hicieron subir los precios en el mercado interior de la Unión Europea. Además, los precios de las materias primas no alimentarias se elevaron notablemente en los mercados internacionales entre 2007 y mediados de 2008, para luego caer bruscamente. Estas fluctuaciones pueden haber afectado indirectamente a los precios del componente de alimentos del IAPC a través de variaciones de otros costes de los bienes intermedios. Por ejemplo, el incremento de los precios de la energía puede haber elevado los costes de procesamiento, transporte y empaquetado. Los márgenes en distintas fases de la cadena de producción de alimentos pueden haberse ajustado también a la situación del ciclo económico.

Puede utilizarse un simple análisis empírico para determinar en qué medida las perturbaciones de los precios de las materias primas alimentarias se transmiten a través de la cadena de producción de alimentos y cómo variaciones de los costes de los bienes intermedios en distintas fases del proceso de producción afectan a la evolución de los precios al por menor de los alimentos¹. Se utiliza una representación convencional de la cadena de producción de alimentos, en la que se relacionan los precios de las materias primas alimentarias con los precios industriales y los precios de consumo de los alimentos. En el análisis se incluyen determinados alimentos que representan cerca del 50% de la cesta del IAPC, y se excluyen alimentos estacionales, como las frutas y las legumbres y hortalizas, alimentos que dependen en escasa medida de las materias primas, como los refrescos, y alimentos cuyos precios dependen en gran medida de los impuestos indirectos, como el tabaco y las bebidas alcohólicas. Además, en lugar de utilizar los precios internacionales de las materias primas alimentarias, se utiliza una base de datos de precios de producción y del mercado interno de la Unión Europea.

En el gráfico B, la línea continua representa la desviación de los precios de algunos alimentos del IAPC respecto a la tendencia. Las barras muestran qué parte de la desviación puede atribuirse a perturbaciones en distintas fases de la cadena de producción de alimentos: perturbación de los precios de las materias primas, perturbación de los precios industriales (definida como una perturbación que

1 Formalmente, la desagregación se basa en un vector autorregresivo, utilizando la técnica contable propuesta por C.A. Sims, «Macroeconomics and reality», *Econometrica*, n.º. 48, pp. 1-48, 1980. Se utiliza un «enfoque de cadena de precios», según el cual los precios de las materias primas afectan a los precios industriales simultáneamente y, a su vez, estos afectan a los precios de consumo simultáneamente. Sin embargo, el proceso contrario requiere más tiempo. Véase G. Ferrucci, R. Jiménez-Rodríguez y L. Onorante, «Food price pass-through in the euro area: the role of asymmetries and non-linearities», *ECB Working Paper Series*, n.º. 1168, abril de 2010.

Gráfico B Desviación de los precios del componente de alimentos del IAPC respecto a la tendencia y contribuciones de las perturbaciones

(tasas de variación interanual y contribuciones en puntos porcentuales)



Fuente: G. Ferrucci, R. Jiménez-Rodríguez y L. Onorante, «Food price pass-through in the euro area: the role of asymmetries and non-linearities», *ECB Working Paper Series*, n.º. 1168, abril de 2010.

Nota: Desagregación histórica de la desviación de algunos alimentos del IAPC respecto a la tendencia, utilizando la técnica contable de C.A. Sims, 1980.

causa variaciones en los precios industriales, además de la transmisión de la perturbación de los precios de las materias primas, por ejemplo, a través de variaciones de los márgenes y de otros costes de los bienes intermedios que afectan a los precios industriales) y perturbación de los precios de consumo (también definida como una perturbación que causa variaciones en los precios de consumo, además de la transmisión de las perturbaciones de los precios de las materias primas y de los precios industriales, por ejemplo, a través de variaciones de los márgenes y de otros costes de los bienes intermedios que afectan a los precios al por menor). Según el análisis, el aumento de los precios de las materias primas alimentarias registrado en los mercados internacionales en 2006 ejerció presiones al alza sobre los precios al por menor de los alimentos en la zona del euro, como muestra la contribución positiva de la perturbación de los precios de las materias primas observada en ese período. Esta perturbación explica casi totalmente la moderada aceleración del crecimiento de los precios al por menor de los alimentos en el transcurso del año. En 2007, los precios de las materias primas siguieron subiendo, aunque parece que estas subidas no se transmitieron inmediatamente a los consumidores, sino que fueron absorbidas por otros componentes del precio final, como indican las contribuciones negativas de las perturbaciones de los precios industriales y de los precios de consumo. Por el contrario, hacia finales de 2007, y de forma creciente hasta el final del verano de 2008, las perturbaciones que afectaron al procesamiento y a la distribución de los alimentos generaron presiones al alza adicionales sobre los precios del componente de alimentos del IAPC y, según este modelo, cerca de la mitad de la desviación total de los precios de los alimentos considerados respecto a la tendencia se debió a la perturbación de los precios de las materias primas. Obviamente, hay que advertir que este análisis presenta ciertas limitaciones, concretamente el hecho de que las estimaciones se basan en un enfoque parcial y que pueden ser sensibles al orden de las perturbaciones exógenas a lo largo de la cadena de producción de alimentos. Con todo, cabe destacar que cerca de la mitad de la desviación de los precios del componente de alimentos del IAPC respecto a la tendencia observada en el período 2007-2008 no parece estar exclusivamente relacionada con perturbaciones de los precios de las materias primas.

De hecho, la correlación entre los distintos elementos que afectan a los precios de consumo a lo largo de la cadena de producción de alimentos ha suscitado frecuentemente cierta preocupación acerca de la falta de competencia en el sector alimentario. A este respecto, los resultados del análisis que se presentan de forma resumida en el gráfico B se corresponden con las conclusiones de un ejercicio de seguimiento del mercado realizado por la Comisión Europea tras la perturbación de los precios de los alimentos, para analizar el funcionamiento de la cadena de producción de alimentos en Europa². En el ejercicio participaron representantes de la industria alimentaria y de las autoridades nacionales de defensa de la competencia, con el mandato, entre otras cosas, de estudiar la estructura competitiva de la cadena de producción de alimentos en Europa y de identificar posibles problemas de competencia. El ejercicio mostró que, en muchos casos, existen tales problemas. La falta de transparencia de los mercados, las desigualdades en el poder de negociación y la competencia desleal han provocado distorsiones en el mercado, con efectos negativos sobre la competitividad de la cadena de producción de alimentos en su conjunto. De forma similar, las rigideces de los precios han afectado negativamente a la capacidad de ajuste y de innovación de todas las industrias a lo largo de la cadena de producción. Aunque existen diferencias significativas entre los distintos países, en varios de ellos será de capital importancia fomentar la competencia en este relevante segmento de mercado para contener en el futuro las presiones inflacionistas derivadas de la falta de eficiencia de los mercados y de los efectos de segunda vuelta.

2 Véase la Comunicación de la Comisión al Parlamento Europeo, al Consejo, al Comité Económico y Social Europeo y al Comité de las Regiones titulada «A better functioning food supply chain in Europe», en http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/publication16061_en.pdf, octubre de 2009.

Si se excluyen los alimentos y la energía, que representan cerca del 30% de la cesta del IAPC, la inflación interanual medida por el IAPC ha seguido una trayectoria gradualmente descendente en el último año y medio. La observación más reciente correspondiente a abril mostró que la tasa de variación interanual del IAPC, excluidos los alimentos y la energía, aumentó un 0,8%, situándose 0,2 puntos porcentuales por debajo del dato de marzo. Por lo que se refiere a este agregado, hay que tener en cuenta dos aspectos importantes. En primer lugar, a lo largo de todo el período que se caracterizó por una tendencia descendente a partir de finales de 2008, esta medida de la «inflación subyacente» ha mostrado una menor volatilidad que el agregado del IAPC. En segundo lugar, mientras que la tasa de variación interanual del IAPC general ha aumentado gradualmente después del período de desinflación registrado en el verano y otoño de 2009, la inflación medida por el IAPC, excluidos los alimentos y la energía, ha seguido cayendo. El IAPC, excluidos los alimentos y la energía, refleja la evolución de los precios de sus dos componentes, los bienes industriales no energéticos y los servicios, que vienen determinados, principalmente, por factores internos, como los salarios y los márgenes. Según los datos más recientes de abril, la tasa de variación interanual de los precios de los bienes industriales no energéticos se situó en el 0,2%, frente al 0,1% de marzo. Las reducidas cifras de los últimos meses confirman la tendencia moderada que este componente ha venido mostrando desde 2008. Haciendo abstracción de la volatilidad originada por factores coyunturales, la tasa de variación interanual de los precios de los bienes industriales no energéticos se situó, en promedio en los cuatro primeros meses de 2010, en el 0,1%, frente a la media del 0,6% observada en 2009. Puede considerarse que el principal factor determinante de esta evolución fue la debilidad de la demanda de consumo.

Los bienes industriales no energéticos pueden desglosarse en tres subcomponentes: bienes de consumo no duradero (suministro de agua, productos farmacéuticos, periódicos, etc.), semiduradero (materiales de artículos de vestir, textiles, libros, etc.) y duradero (automóviles, muebles, aparatos electrónicos, etc.). El nuevo descenso de la inflación en los bienes industriales no energéticos registrado en los cuatro

primeros meses de 2010 se debió, principalmente, a la menor contribución de los bienes de consumo no duradero y semiduradero. Los últimos datos de precios de los bienes de consumo no duradero muestran tendencias a la baja similares en la mayoría de las partidas, probable reflejo de la debilidad de la demanda. La tasa de variación interanual de los precios de los bienes de consumo semiduradero disminuyó también en los primeros meses de 2010, como consecuencia, especialmente, de las rebajas de invierno de los precios de los artículos de vestir y del calzado, lo que puede relacionarse, en parte, con la atonía de la demanda.

Al mismo tiempo, la contribución negativa de los precios de los bienes de consumo duradero a la inflación en los bienes industriales no energéticos se ha mantenido prácticamente estable en 2010, aunque la tasa de variación interanual de este componente parece haber dejado atrás los niveles mínimos alcanzados en septiembre de 2009. Ello es reflejo, en buena parte, del fin de los fuertes descuentos en los precios de los automóviles, y también de las menores caídas de los precios de algunos aparatos electrónicos para el hogar.

De cara al futuro, los indicadores adelantados de inflación en los bienes industriales no energéticos, como los precios industriales y los precios de importación de los bienes de consumo (en ambos casos, excluidos los alimentos y el tabaco) siguen sugiriendo la existencia de moderadas presiones latentes. No se espera que la demanda o la capacidad de fijación de precios de las empresas impulsen sensiblemente al alza los precios en un futuro próximo y, en un contexto de debilidad de los mercados de trabajo, las presiones salariales se mantendrán, probablemente, en niveles reducidos. Sin embargo, existen señales de incremento de las presiones externas sobre los precios, como consecuencia de las recientes variaciones de los tipos de cambio y del aumento de la inflación a escala mundial.

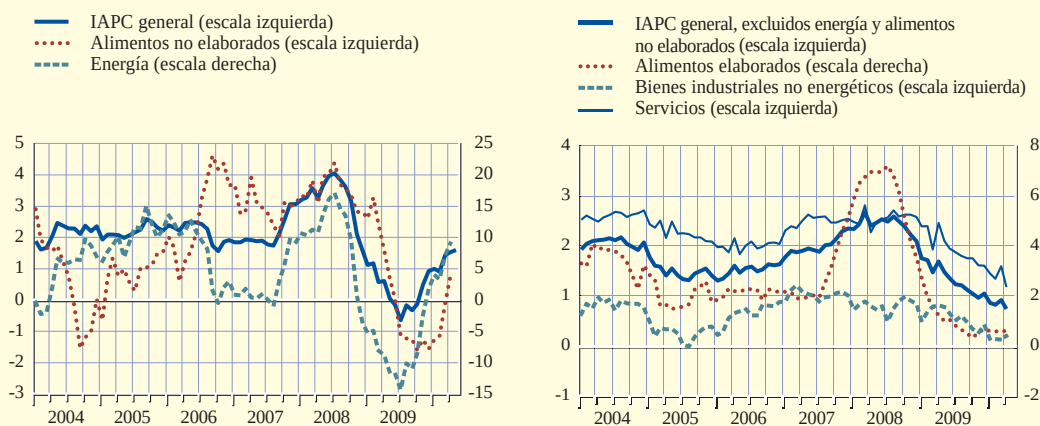
En abril, la tasa de variación interanual de los precios de los servicios alcanzó un nuevo mínimo sin precedentes desde 1991, situándose en el 1,2%, frente al 1,6% de marzo. Parte de este fuerte descenso puede explicarse por un efecto de calendario debido al cambio de fechas de la Semana Santa con respecto al año anterior. Sin embargo, incluso teniendo en cuenta el efecto de calendario, la inflación en los precios de los servicios se situó en abril en niveles muy bajos, en comparación con la observada en el período 1999-2000 y muy por debajo de la media del 2,2% registrada desde 1999.

Por lo que se refiere a la tendencia a largo plazo, la inflación en los precios de los servicios ha venido siguiendo una trayectoria descendente desde el otoño de 2008. La evolución moderada de los precios de los servicios durante este período puede explicarse por varios factores, como los efectos indirectos de la reducción de los precios de las materias primas, la debilidad de la demanda y la disminución de las presiones salariales. El descenso de la inflación en los precios de los servicios se ha producido de forma generalizada en todos los subcomponentes. Las caídas más pronunciadas se han registrado en los servicios no esenciales o de ocio, como las vacaciones organizadas, los restaurantes y el alojamiento. Por otro lado, contrariamente a lo que ocurrió con los demás principales sub-componentes, la inflación en los precios de los servicios de comunicación siguió una trayectoria ascendente (aunque se mantuvo en valores negativos), elevándose desde el -2,6% de septiembre de 2008 hasta el -0,6% de abril de 2010.

De cara al futuro, se espera que la inflación en los precios de los servicios se mantenga en niveles moderados, debido a las reducidas presiones salariales y a la debilidad de la demanda de consumo. Sin embargo, el componente de servicios de transporte podría generar ciertas presiones al alza sobre los precios de los servicios, como resultado de los efectos retardados del aumento de los precios del petróleo.

Gráfico 40 Desagregación del IAPC por principales componentes

(tasas de variación interanual; datos mensuales)



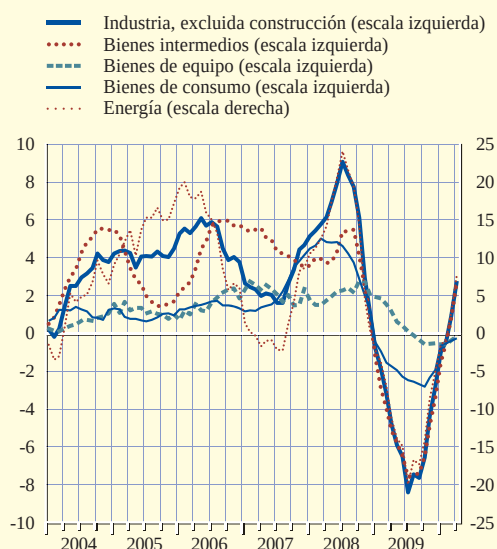
Fuente: Eurostat.

3.2 PRECIOS INDUSTRIALES

Los últimos datos disponibles sobre los precios industriales, excluida la construcción, señalan presiones al alza en la cadena de producción, dado que la tasa de variación interanual de estos precios aumentó hasta el 2,8% en abril, desde el 0,9% de marzo (véase gráfico 41). Los precios industriales han ido subiendo gradualmente desde el mínimo del -8,4% alcanzado en julio de 2009. En marzo de 2010, la tasa de variación interanual de los precios industriales, excluida la construcción, se situó en valores positivos. La tendencia al alza observada desde el pasado verano estuvo determinada, principalmente, por los componentes de energía y de bienes intermedios, reflejo de la combinación de efectos de base al alza derivados de la caída de los precios mundiales del crudo registrada a finales de 2008 y principios de 2009 y de la evolución reciente de estos precios. Al mismo tiempo, las tasas de variación interanual de los demás componentes de los precios industriales se han mantenido más estables, aunque en niveles muy bajos, debido a los reducidos costes de los bienes intermedios y a la debilidad de la demanda de productos industriales. El componente que ha mostrado una correlación histórica más estrecha con la evolución a corto plazo del IAPC es el de bienes de consumo, excluidos el tabaco y los alimentos, que experimentó también un aumento a finales de 2009 y en los cuatro primeros meses de 2010. Sin embargo, pese a su tendencia al alza la tasa de variación interanual de este componente

Gráfico 41 Desagregación de los precios industriales

(tasas de variación interanual; datos mensuales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

siguió siendo negativa en abril, mes en el que se situó en el $-0,3\%$.

Los datos de precios de mayo del índice de directores de compras se mantuvieron en general estables, en comparación con los datos de abril (véase gráfico 42). Un valor del índice superior a 50 indica un aumento de los precios y un valor inferior a 50 indica un descenso de los mismos. En el sector manufacturero, los índices de precios de los bienes intermedios y de precios cobrados experimentaron escasas variaciones en mayo. En el sector servicios, los precios de los bienes intermedios bajaron ligeramente, reflejo, principalmente, de la moderación salarial. Los precios cobrados en el sector servicios se mantuvieron por debajo de 50, señalando un descenso de los mismos. Desde una perspectiva a más largo plazo, en general todos los índices han subido de forma constante desde el segundo trimestre de 2009. Los niveles ligeramente más altos de los precios de los bienes intermedios, en comparación con los de los precios de producción, sugieren que las empresas siguen teniendo ciertas dificultades en trasladar el incremento de los precios de los bienes intermedios a los consumidores.

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

(índices de difusión; datos mensuales)



Fuente: Markit.

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

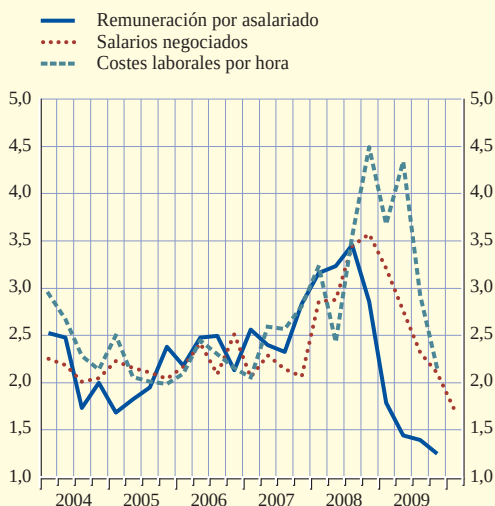
3.3 INDICADORES DE COSTES LABORALES

Los indicadores más recientes de los mercados de trabajo muestran que persistió la moderación de los costes laborales en el cuarto trimestre de 2009, confirmando la tendencia iniciada a finales de 2008 (véanse gráfico 43 y cuadro 7).

La evolución de los distintos indicadores se ve afectada de forma significativa por variaciones de las horas trabajadas. En marzo de 2010, Eurostat publicó por primera vez datos de horas trabajadas, lo que permite calcular la remuneración por hora. Como resultado de los planes de reducción de las horas de trabajo implantados en varios países de la zona del euro, los datos publicados mostraron una fuerte disminución de las tasas de crecimiento interanual de las horas trabajadas por persona a finales de 2008 y principios de 2009. Durante este período, también se redujo la remuneración, aunque proporcionalmente menos, lo que dio lugar a

Gráfico 43 Indicadores de costes laborales

(tasas de variación interanual; datos trimestrales)



Fuentes: Eurostat, datos nacionales y cálculos del BCE.

Cuadro 7 Indicadores de costes laborales

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

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

Fuentes: Eurostat, datos nacionales y cálculos del BCE.

una marcada disociación entre distintos indicadores de costes laborales. En el segundo semestre de 2009, prosiguió el descenso de la tasa de crecimiento interanual de las horas trabajadas, aunque a un ritmo más lento. La evolución a corto plazo, medida por las tasas de crecimiento intertrimestral, mostró que las horas trabajadas en la zona del euro aumentaron un 0,2% en el cuarto trimestre de 2009.

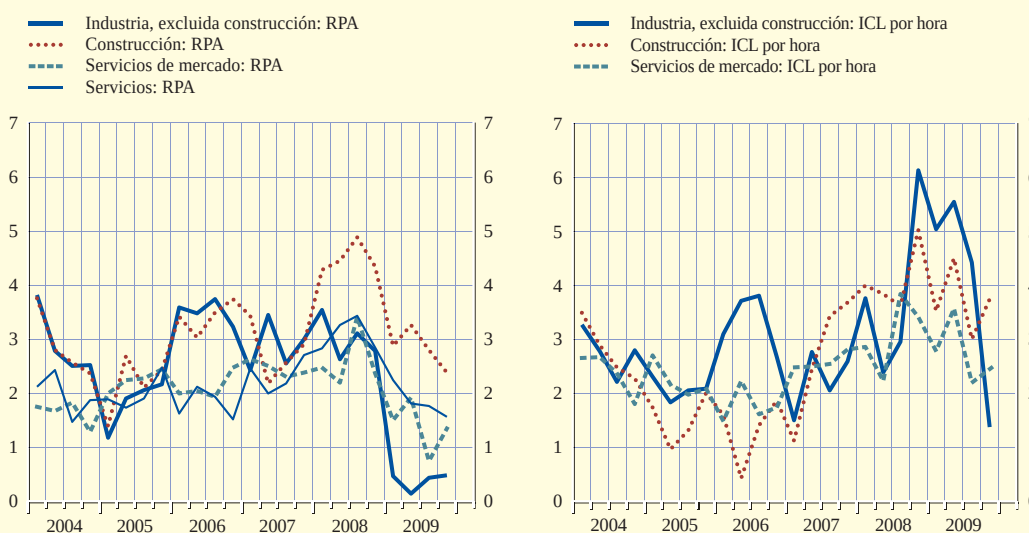
La tasa de crecimiento interanual de los salarios negociados de la zona del euro, el único indicador de costes laborales actualmente disponible para el primer trimestre de 2010, disminuyó al 1,7% en ese trimestre, desde el 2,1% del trimestre anterior. Esta reducción confirma que el crecimiento de los salarios negociados en la zona del euro mantiene la trayectoria descendente observada desde el comienzo de 2009. La tasa de crecimiento interanual registrada en el primer trimestre es la más baja desde el inicio de la serie en 1991. De cara al futuro, es probable que la tasa de crecimiento interanual de los salarios negociados descienda aún más en los próximos trimestres, a medida que los contratos más antiguos vayan siendo sustituidos gradualmente por contratos nuevos, con aumentos salariales más reducidos tanto en el sector privado como en el público.

La moderación salarial se observa también en la tasa de crecimiento interanual de la remuneración por asalariado de la zona del euro, que disminuyó al 1,2% en el cuarto trimestre de 2009, desde el 1,4% del trimestre precedente. El desglose por sectores muestra que el descenso del crecimiento de la remuneración por asalariado en el cuarto trimestre de 2009 estuvo determinado, en gran medida, por la evolución del sector de la construcción (véase gráfico 44). Entre el cuarto trimestre de 2008 y el cuarto trimestre de 2009, el crecimiento de la remuneración por asalariado descendió 1,7 puntos porcentuales. Durante el mismo período, el crecimiento de los salarios negociados disminuyó algo menos, 1,5 puntos porcentuales. Ello indica que se produjo una ligera deriva salarial negativa durante ese período, ya que, debido a la crisis económica, las empresas ajustaron los aumentos salariales a la baja, recortando los componentes flexibles de los salarios.

En el último trimestre de 2009, la tasa de crecimiento interanual de los costes laborales por hora de la zona del euro disminuyó de forma significativa, hasta el 2,2%, desde el 3% del tercer trimestre. La tasa de crecimiento interanual de los costes laborales se sitúa ahora en un nivel próximo a los mínimos históricos observados en 2005 y refleja una acusada reducción de la tasa de descenso de las horas trabajadas por asalariado. El desglose por sectores muestra que la desaceleración de las tasas de crecimiento interanual entre el tercer y el cuarto trimestres estuvo totalmente determinada por la evolución del sector industrial, mientras que la tasa de crecimiento interanual de los costes laborales por hora aumentó en la construcción y los servicios de mercado. La tasa de crecimiento interanual de los costes laborales por hora se elevó un 1,4% en la industria, frente a un 3,7% en la construcción y un 2,4% en los servicios de mercado.

Gráfico 44 Evolución de los costes laborales por sectores

(tasas de variación interanual; datos trimestrales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

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

Tras registrar un mínimo histórico en el primer trimestre de 2009, la tasa de crecimiento interanual de la productividad de la zona del euro fue mejorando constantemente en los trimestres siguientes, reflejo del ajuste retardado del empleo al crecimiento del producto. En el cuarto trimestre de 2009, la tasa de crecimiento interanual de la productividad por asalariado se mantuvo estable, en comparación con el descenso del 2% observado en el tercer trimestre del año. La mejora de la productividad, unida a la desaceleración de la tasa de crecimiento interanual de la remuneración por asalariado, contribuyó a reducir la tasa de crecimiento interanual de los costes laborales unitarios, que bajó desde el 3,4% del tercer trimestre de 2009, hasta el 1,3% del cuarto trimestre.

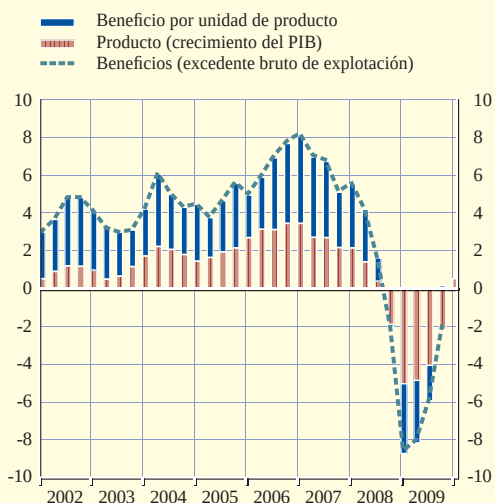
De cara al futuro, cabe esperar que las nuevas caídas previstas del empleo, unidas a la mejora gradual de la actividad económica, impulsen el retorno del crecimiento interanual de la productividad a valores positivos en el transcurso de 2010. Esta recuperación de la productividad, asociada a un moderado crecimiento de la remuneración por asalariado, debería contribuir también a reducir el crecimiento de los costes laborales unitarios de las empresas de la zona del euro a lo largo de 2010.

3.4 EVOLUCIÓN DE LOS BENEFICIOS EMPRESARIALES

En el cuarto trimestre de 2009, la tasa de crecimiento interanual de los beneficios empresariales de la zona del euro disminuyó un 2%, con lo que su ritmo de contracción siguió reduciéndose, en comparación con los tres primeros trimestres de 2009. Este descenso fue consecuencia de la caída de la actividad económica (volumen) y del ligero aumento del margen por unidad de producto (véase gráfico 45). Los beneficios por unidad de producto se han estabilizado, como resultado, fundamentalmente, de la moderación del crecimiento de los costes laborales unitarios. No obstante, los beneficios disminuyeron a una tasa histórica en 2009 (más del 6%), en comparación con 2008, impulsados a la baja, principalmente,

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

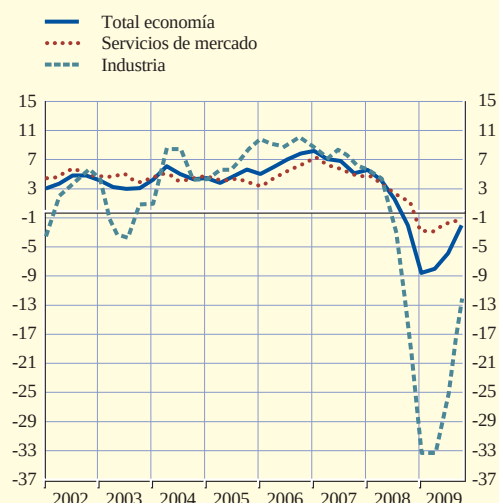
(tasas de variación interanual; datos trimestrales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

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

(tasas de variación interanual; datos trimestrales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

por el fuerte crecimiento de los costes laborales unitarios derivado del nivel relativamente elevado de los salarios y por las políticas de acumulación de trabajo implantadas por las empresas de la zona del euro durante la reciente recesión.

Por lo que se refiere a la evolución observada en las principales ramas de actividad (industria y servicios de mercado), los datos disponibles indican que la contracción de los beneficios fue particularmente pronunciada en la industria, sector en el que se registró, en el último trimestre de 2009, un descenso interanual próximo al 13%, lo que representa, sin embargo, una considerable disminución del deterioro, en comparación con el descenso superior al 25% observado en el tercer trimestre (véase gráfico 46). Esta reducción muy acusada registrada en la industria es reflejo de la mayor contracción de la actividad en esta rama y del mayor aumento de los costes laborales unitarios. El crecimiento de los beneficios en la industria tiende a elevarse más en las fases expansivas del ciclo y a reducirse más en las fases contractivas. La última vez que se había observado una caída interanual de los beneficios en la industria fue a mediados de 2003. Por el contrario, el descenso interanual de los beneficios en los servicios de mercado, que comenzó en el primer trimestre de 2009 y continuó en el cuarto trimestre, fue la primera caída registrada desde el inicio de la serie en 1996.

De cara al futuro, la mejora de la demanda y el esperado aumento cíclico de la productividad en el contexto de la debilidad del mercado de trabajo deberían contribuir a la recuperación de los beneficios con respecto a los niveles mínimos que habían alcanzado. 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. Véase también el recuadro titulado «Evolución de los beneficios y su comportamiento después de períodos de recesión», en el Boletín Mensual de abril de 2010.

3.5 PERSPECTIVAS DE INFLACIÓN

Se espera que la inflación medida por el IAPC permanezca en una senda moderada en el horizonte temporal relevante para la política monetaria. Las presiones al alza sobre los precios de las materias primas podrían persistir, mientras que las presiones sobre los precios internos se mantendrían en niveles reducidos.

Esta valoración está en línea con las proyecciones macroeconómicas de junio de 2010 elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro, que sitúan la inflación interanual medida por el IAPC en un intervalo comprendido entre el 1,4% y el 1,6% en 2010 y entre el 1% y el 2,2% en 2011. En comparación con las proyecciones macroeconómicas de marzo de 2010 elaboradas por los expertos del BCE, los intervalos se han ajustado ligeramente al alza, resultado, principalmente, del aumento de los precios de las materias primas en la zona del euro. Las previsiones de organismos internacionales actualmente disponibles reflejan una situación generalmente similar.

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

4 PRODUCTO, DEMANDA Y MERCADO DE TRABAJO

La actividad económica en la zona del euro ha venido registrando una expansión desde mediados de 2009. El PIB real de la zona del euro aumentó un 0,2%, en tasa intertrimestral, en el primer trimestre de 2010, tras un incremento del 0,1% en el último trimestre de 2009. La actividad económica en la zona se ha beneficiado de la actual recuperación de la economía mundial y de un repunte de las existencias. Aunque las adversas condiciones meteorológicas, en particular, frenaron el crecimiento en la primera parte de 2010, los últimos indicadores económicos sugieren que el crecimiento fue algo más intenso en la primavera. De cara al futuro, se espera que el PIB real siga creciendo durante un tiempo a un ritmo moderado y desigual en todas las economías y sectores de la zona del euro. La recuperación en curso a escala mundial, y su efecto sobre la demanda de exportaciones de la zona del euro, así como la orientación acomodaticia de la política monetaria y las medidas adoptadas para restablecer el funcionamiento del sistema financiero, deberían respaldar a la economía de la zona del euro. No obstante, se prevé que la recuperación se vea frenada por el actual proceso de ajuste de los balances que está teniendo lugar en varios sectores y por las débiles perspectivas de los mercados de trabajo.

Este análisis también es acorde con las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro de junio de 2010, según las cuales el crecimiento anual del PIB real se situará en un intervalo comprendido entre el 0,7% y el 1,3% en 2010 y entre el 0,2% y el 2,2% en 2011. Si se comparan con las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE de marzo de 2010, el intervalo correspondiente al crecimiento del PIB real de este año se ha revisado ligeramente al alza, como consecuencia del efecto positivo derivado del aumento de la actividad a escala mundial en el corto plazo, mientras que el intervalo se ha revisado levemente a la baja para 2011, con el fin de reflejar principalmente las perspectivas de la demanda interna. Los riesgos para las perspectivas económicas se mantienen prácticamente equilibrados, en un clima de incertidumbre inusualmente elevada.

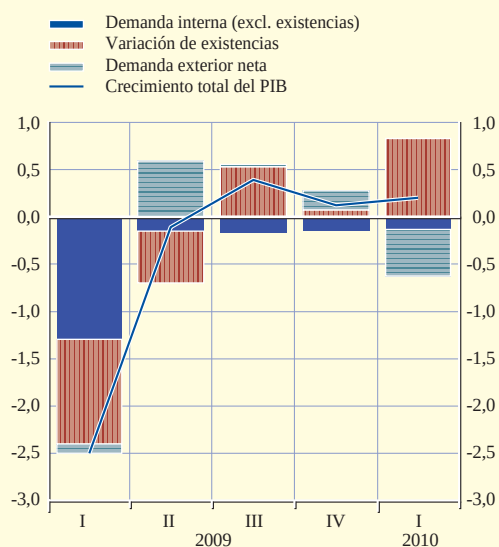
4.1 PIB REAL Y COMPONENTES DE LA DEMANDA

La actividad económica en la zona del euro ha venido registrando una expansión desde mediados de 2009, tras haberse contraído entre el segundo trimestre de 2008 y el mismo trimestre de 2009. Según la primera estimación de Eurostat, el PIB real de la zona del euro creció un 0,2%, en tasa intertrimestral, en el primer trimestre de 2010, tras haber aumentado un 0,1% en el último trimestre de 2009 (cuyo crecimiento nulo fue revisado al alza) y un 0,4% en el tercer trimestre (véase gráfico 47). Esta evolución ha confirmado las expectativas de que la recuperación económica de la zona del euro sería moderada y seguiría una senda desigual. Los indicadores disponibles sugieren que se ha podido producir un nuevo y ligero fortalecimiento del crecimiento del PIB durante la primavera de 2010.

La tasa de crecimiento del PIB real en el primer trimestre 2010 reflejó una importante contribución positiva de la variación de existencias, que se

Gráfico 47 Crecimiento del PIB real y contribuciones

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



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

cifró en 0,8 puntos porcentuales, así como el dinámico crecimiento de las exportaciones, favorecido por la acusada recuperación de la economía mundial. Por el contrario, la aportación de la demanda interna, excluida la variación de existencias, fue negativa en 0,1 puntos porcentuales, debido principalmente al pronunciado descenso de la inversión, que se vio afectada por las adversas condiciones meteorológicas. Como las importaciones mostraron un aumento más marcado que las exportaciones, la contribución de la demanda exterior neta fue de -0,5 puntos porcentuales.

CONSUMO PRIVADO

Si bien la actividad económica en la zona del euro ha empezado a recuperarse, el consumo privado ha mantenido su debilidad tras las notables contracciones registradas durante el punto más bajo de la última recesión económica a finales de 2008 y comienzos de 2009. El consumo privado se redujo un 0,1%, en tasa intertrimestral, en el primer trimestre de 2010, después de aumentar un 0,2% en el cuarto trimestre de 2009 (cifra revisada al alza en 0,2 puntos porcentuales) y descender un 0,2% en el tercer trimestre. Los indicadores más recientes sugieren que el gasto en consumo ha mantenido su debilidad en la primavera de 2010.

Una serie de factores ha contribuido a la persistente falta de dinamismo del consumo observada en los últimos trimestres. El determinante fundamental ha sido la debilidad de la renta real disponible de los hogares. Por un lado, esta variable ha estado respaldada por el crecimiento registrado en la remuneración nominal (véase sección 3.3), la cual, pese a desacelerarse en 2009 y comienzos de 2010, continuó registrando tasas relativamente elevadas, si se considera, en primer lugar, la gravedad de la recesión económica y, en segundo lugar, el moderado ritmo de la recuperación. Además, los bajos niveles de la inflación medida por el IAPC registrados en 2009 y comienzos de 2010 sostuvieron el crecimiento de la renta en términos reales. Por otro lado, la caída del empleo ha moderado las rentas del trabajo y, por lo tanto, el consumo. Asimismo, el gasto en consumo se ha retraído debido a la incertidumbre en torno a las perspectivas de empleo, la caída de los precios de los inmuebles residenciales (véase el recuadro titulado «Evolución reciente del mercado de la vivienda en la zona del euro», en el Boletín Mensual de mayo de 2010) y las pérdidas de riqueza financiera acumuladas. Por otra parte, la demanda de crédito al consumo se ha estancado en los últimos trimestres y las condiciones para la concesión de este tipo de créditos, que se endurecieron sustancialmente durante la recesión económica, se han endurecido aún más en los últimos trimestres, aunque a un ritmo más lento (véase el recuadro titulado «Resultados de la encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro de abril de 2010», en el Boletín Mensual de mayo de 2010). En este contexto, la tasa de ahorro de los hogares se ha elevado de forma pronunciada en los últimos 12 meses, probablemente, y en gran medida, debido al ahorro realizado por motivos de precaución, como consecuencia de la mayor incertidumbre causada por la recesión económica. Según las cuentas integradas de la zona del euro, la tasa de ahorro de los hogares se situó en el 15,1%, en cifras desestacionalizadas, en el último trimestre de 2009, 0,7 puntos porcentuales por encima del nivel observado un año antes. No obstante, esta tasa se encontraba ligeramente por debajo del 15,7%, el máximo alcanzado en el segundo y tercer trimestres de 2009.

La débil dinámica del consumo se ha visto reflejada en la evolución de las ventas del comercio al por menor, las matriculaciones de automóviles y la confianza de los consumidores. Las ventas al por menor aumentaron un 0,2%, en tasa intertrimestral, en los tres primeros meses de 2010, pero se redujeron un 1,2%, en tasa intermensual, en abril de 2010 (véase gráfico 48). Las matriculaciones de automóviles disminuyeron un 7,3%, en tasa intertrimestral, en el primer trimestre del año, y un 12,1%, en tasa intermensual, en abril. Las ventas del comercio al por menor, incluidas las matriculaciones de automóviles, que en conjunto representan aproximadamente un 50% del consumo, se redujeron un 0,6%, en tasa intertrimestral, en el primer trimestre de 2010, mientras que este indicador se incrementó marginalmente

en el trimestre anterior, sustentado por el aumento de las ventas de automóviles. En abril de 2010, las ventas del comercio al por menor, incluidas las matriculaciones, disminuyeron un 2,3% con respecto al mes anterior.

La caída de las matriculaciones de automóviles en 2010 se explica por el efecto de la eliminación gradual de los incentivos fiscales ofrecidos a los consumidores en varios países de la zona del euro para que sustituyeran los vehículos antiguos por automóviles nuevos. Estas subvenciones sostuvieron las ventas de automóviles y, por lo tanto, el gasto en consumo en 2009, especialmente en el segundo trimestre cuando esta variable aumentó a una tasa intertrimestral del 13,5%. Sin embargo, a pesar de este apoyo, se mantuvieron por debajo de la media correspondiente a los años 2000-2007 y, en los cuatro primeros meses de 2010, cayeron por debajo de la media registrada en 2008, año en que las matriculaciones de automóviles disminuyeron de forma considerable. Esta evolución indica que las subvenciones públicas para la adquisición de automóviles únicamente han ejercido un efecto transitorio sobre el consumo, haciendo que algunos consumidores adelantaran a 2009 las compras de este bien duradero concreto previstas para una fecha futura.

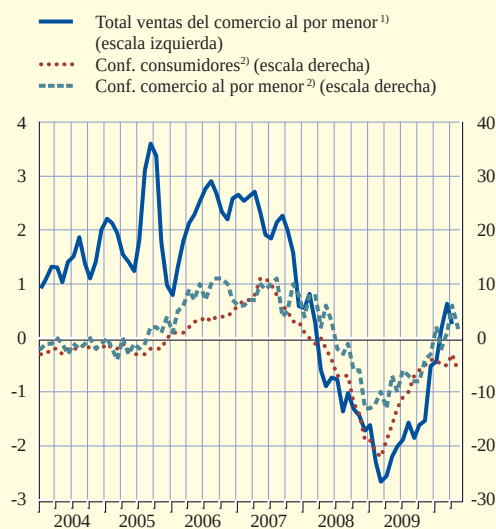
La confianza de los consumidores, favorecida por la mejora registrada en la valoración de la situación económica general y en las perspectivas de empleo, mostró una tendencia al alza en 2009. Esta tendencia se vio interrumpida en el primer trimestre de 2010, cuando la confianza de los consumidores se mantuvo en el nivel observado en el último trimestre de 2009. Posteriormente, la confianza de los consumidores cayó en mayo, revirtiéndose el aumento registrado en abril y situándola de nuevo en el nivel registrado en octubre de 2009, que está por debajo de su media de largo plazo para el período que comienza en 1985. Aunque la confianza de los consumidores ha resultado ser un indicador relativamente inadecuado de las variaciones intertrimestrales registradas en el consumo de la zona del euro, ha proporcionado, sin embargo, una indicación razonablemente buena de las tendencias del consumo. En general, las últimas fluctuaciones, en un entorno de recrudescimiento de las tensiones en los mercados financieros, señalan que existe actualmente cierta incertidumbre sobre la fortaleza y la sostenibilidad de la recuperación económica entre los consumidores de la zona del euro e indican que es probable que el crecimiento del consumo mantenga su debilidad en el corto plazo.

INVERSIÓN

La tendencia de la inversión sigue siendo también muy endeble. En el primer trimestre de 2010, la formación bruta de capital cayó, en términos intertrimestrales, un 1,1%, tras un descenso del 1,3% en el último trimestre de 2009. La inversión ha continuado contrayéndose desde el segundo trimestre de 2008, como consecuencia de la atonía de la demanda, de la reducida utilización de la capacidad productiva, del endurecimiento de los criterios de aprobación del crédito y de la escasa confianza empresarial.

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

(datos mensuales)



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

1) Tasas de variación interanual; medias móviles de tres meses; datos ajustados por días laborables. Excluido el combustible.

2) Saldos netos; datos desestacionalizados ajustados a la media.

Esta variable cayó de una manera especialmente acusada en el último trimestre de 2008 y en el primer trimestre de 2009, reduciéndose más del 4% y del 5%, respectivamente, en tasas intertrimestrales. En vista de estas caídas, los recientes descensos de la inversión pueden considerarse una mejora.

La actual debilidad de la inversión en construcción, que incluye los inmuebles residenciales y comerciales y que representa casi la mitad de la inversión total, se ha visto muy influida por la evolución de los mercados de inmuebles. La tímida evolución del precio de los inmuebles ha frenado la inversión en construcción, pues ha hecho que la inversión residencial sea menos atractiva. El crecimiento de los precios de los inmuebles residenciales se ha desacelerado de forma continuada en los últimos años y se ha contraído en 2009. Los países que habían registrado una mayor subida de los precios de la vivienda en el periodo transcurrido hasta 2005 han mostrado las correcciones de precios más pronunciadas (para más información, véase el recuadro titulado «Evolución reciente del mercado de la vivienda en la zona del euro», en el Boletín Mensual de mayo de 2010). En el contexto de esta evolución de los precios de la vivienda, así como del exceso de capacidad en algunos países y de las restricciones de financiación, el crecimiento de la inversión en construcción ha sido negativo desde el segundo trimestre de 2008. Las adversas condiciones meteorológicas registradas en muchos países de la zona del euro durante el pasado invierno han contribuido a que se produzca una nueva reducción de la actividad constructora a comienzos de 2010.

De cara al futuro, la concesión de licencias de obra —que se considera un indicador adelantado de la inversión en vivienda— sugiere que la contracción del mercado de la vivienda continuará en los próximos meses, ya que el número de licencias concedidas siguió cayendo en el último trimestre de 2009. No obstante, cabe esperar una reducción gradual en el ritmo de contracción, puesto que esta caída fue menor que el descenso observado en el trimestre anteriores. Además, es de prever que el impacto negativo sobre la construcción atribuible a las condiciones meteorológicas inusualmente adversas de este invierno quede contrarrestado en los meses siguientes. Esta expectativa se basa en datos que muestran que la producción de la construcción repuntó marcadamente en marzo. Asimismo, las préstamos para compra de vivienda crecieron ligeramente en el último trimestre de 2009, y a un ritmo más fuerte en el primer trimestre de 2010.

La inversión, excluida la construcción, que se compone principalmente de activos destinados a la producción de bienes y servicios, también se redujo de forma acusada en la reciente recesión, debido al descenso de la demanda, a la bajísima utilización de la capacidad productiva, al crecimiento negativo de los beneficios y al endurecimiento de los criterios de aprobación del crédito. No obstante, desde mediados de 2009, la inversión, excluida la construcción, ha disminuido a un ritmo mucho más lento, ya que ha decaído la intensidad de los factores que determinaron su acusado descenso. En el último trimestre de 2009, la inversión, excluida la construcción, se redujo un 0,7%, en tasa intertrimestral, en comparación con la tasa del -0,1% observada en el trimestre anterior.

En los próximos trimestres, se espera que la inversión, excluida la construcción, se fortalezca progresivamente, pues se prevé que la actividad económica general le sea propicia, aunque mantendrá su moderación, debido a las débiles perspectivas de crecimiento de la demanda interna, a la incertidumbre general, a la escasa rentabilidad y a la persistentemente elevada capacidad productiva sin utilizar. La tasa de utilización de la capacidad productiva se ha elevado recientemente desde el mínimo registrado a mediados de 2009, pero se mantiene en un nivel muy bajo y por debajo del alcanzado durante la recesión de comienzos de la década de los noventa. Es probable que este amplio margen de capacidad sin utilizar continúe obstaculizando el crecimiento del gasto de capital en el futuro próximo. Por el contrario, cabe la posibilidad de que el gasto de capital se vea sostenido por el coste de financiación, que sigue siendo

reducido, mientras que el endurecimiento neto de los criterios de aprobación del crédito aplicados por los bancos se ha mantenido sin cambios desde el primer trimestre de 2010, tras haber descendido en los trimestres anteriores (para más información, véase el recuadro titulado «Resultados de la encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro de abril de 2010», en el Boletín Mensual de mayo de 2010).

CONSUMO PÚBLICO

En contraposición con otros componentes de la demanda interna, el crecimiento del consumo público fue positivo en el primer trimestre de 2010, tras un crecimiento nulo en el cuarto trimestre 2009. No obstante, se prevé que el apoyo de la demanda interna procedente del consumo público siga siendo moderado en lo que resta de 2010, como consecuencia de los esfuerzos de consolidación presupuestaria que se espera que se lleven a cabo en varios países de la zona del euro.

EXISTENCIAS

La variación de existencias ha contribuido positivamente a las tasas de crecimiento intertrimestrales del PIB desde mediados de 2009, mientras que esta misma variable había realizado importantes aportaciones negativas a la contracción del PIB de la zona del euro en el primer semestre 2009. Parece que las existencias han seguido el patrón cíclico habitual durante la pasada recesión y la recuperación actual. Cuando las empresas observaron una caída de la demanda intensa y posiblemente prolongada, redujeron sus existencias recortando su producción de forma drástica, ya que trataban de mantener una ratio óptima de existencias en relación con las ventas. El ritmo de desacumulación de existencias comenzó a desacelerarse en el tercer trimestre de 2009, con el fin de evitar una caída excesiva de la ratio, ya que las ventas comenzaron a crecer de nuevo.

En el primer trimestre 2010, la fase de desaceleración acelerada se detuvo, en previsión de un aumento de la demanda. Como consecuencia, las existencias realizaron una contribución positiva al crecimiento del PIB, de 0,8 puntos porcentuales, frente al 0,1 punto porcentual del trimestre anterior y a los 0,5 puntos porcentuales del tercer trimestre del 2009.

De cara al futuro, tanto las encuestas como la evidencia anecdótica indican que se percibe que el nivel de existencias es reducido. Aunque muchas empresas han señalado que no pretenden reponer las existencias hasta alcanzar los niveles existentes anteriormente, la variación de existencias puede realizar una nueva contribución positiva al crecimiento del PIB de la zona del euro en el segundo o tercer trimestre de 2010. Sin embargo, la magnitud de esta contribución es incierta, ya que depende de cómo evolucione la demanda y hasta qué punto las empresas revisen sus expectativas relativas a las perspectivas futuras.

COMERCIO

El comercio de la zona del euro siguió creciendo en el primer trimestre de 2010, impulsado por la recuperación de la economía mundial y por el aumento moderado de la actividad económica en la zona del euro. El crecimiento intertrimestral de las importaciones en los tres primeros meses del año fue considerablemente más intenso que el de las exportaciones; como consecuencia, la demanda exterior neta realizó una contribución negativa al crecimiento del PIB en el primer trimestre 2010, de 0,5 puntos porcentuales, mientras que en el trimestre anterior había respaldado el crecimiento del PIB.

Tras la fuerte contracción observada en torno a finales de 2008 y comienzos de 2009, y un nuevo descenso, aunque más moderado, en el segundo trimestre del mismo año, las importaciones y las exportaciones han aumentado, en términos trimestrales, desde mediados de 2009. Este repunte ha sido generalizado en las principales categorías de productos. En concreto, las importaciones y las exportaciones de

bienes intermedios, que fueron las principales impulsoras del descenso anterior observado en los flujos comerciales, mostraron un considerable incremento. La recuperación del comercio se aceleró en el primer trimestre de 2010, y las exportaciones crecieron un 2,5%, en tasa intertrimestral, frente a la tasa de crecimiento del 1,7% en el último trimestre de 2009. Las importaciones crecieron a un ritmo mucho más rápido, del 4%, en comparación con el 1,2% del cuarto trimestre de 2009, influidas por la recuperación de la zona del euro y por la creciente demanda de exportaciones, que tienen un contenido de importaciones sustancial.

De cara al futuro, es probable que el crecimiento de la economía mundial —y de los mercados emergentes, en particular—, junto con la expansión del comercio internacional, dé lugar a nuevos incrementos de la demanda de productos de la zona del euro, que debería beneficiarse, asimismo, de la reciente depreciación del euro. Por el contrario, como se prevé que la recuperación de la zona del euro sea moderada y menos dinámica que el repunte de la actividad económica mundial, el crecimiento de las importaciones podría resultar ser ligeramente más lento que el crecimiento de las exportaciones. Como resultado, cabe la posibilidad de que la demanda exterior neta realice contribuciones positivas al crecimiento del PIB de la zona del euro en los próximos trimestres.

4.2 PRODUCTO, OFERTA Y MERCADO DE TRABAJO

Desde una perspectiva de valor añadido, la recuperación de la zona del euro no ha sido generalizada en todos los sectores, sino que ha estado impulsada fundamentalmente por el sector industrial. La rama de servicios registró un tímido crecimiento en el último trimestre de 2009 y en el primero de 2010, mientras que la construcción siguió contrayéndose. En el primer trimestre de 2010, el valor añadido total aumentó un 0,5%, debido principalmente al buen comportamiento de la industria, excluida la construcción. La diferencia entre la tasa de crecimiento del PIB y la tasa de crecimiento del valor añadido es atribuible fundamentalmente a que en la primera se han incluido los impuestos menos las subvenciones a los productos, que descendieron un 2,3%, en tasa intertrimestral, en el primer trimestre de 2010. Los datos procedentes de las encuestas sugieren un nuevo aumento del valor añadido en el segundo trimestre de 2010.

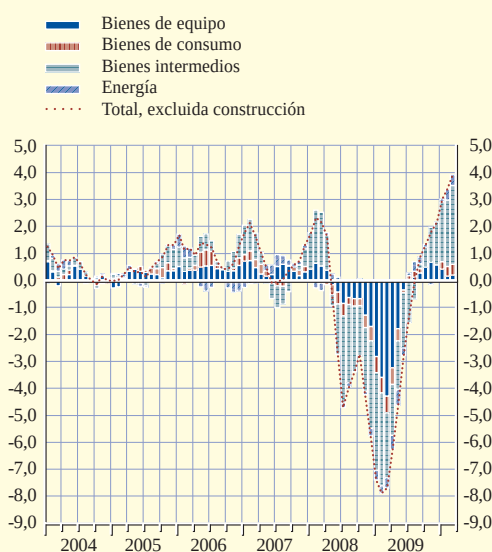
La situación del mercado de trabajo ha seguido deteriorándose en la zona del euro (véase el apartado sobre mercado de trabajo). El empleo se contrajo un 0,3% en el último trimestre de 2009, mientras que la tasa de paro alcanzó el 10,1% en abril de 2010.

PRODUCTO POR RAMAS DE ACTIVIDAD

La actividad industrial ha sido el principal determinante del aumento del valor añadido total de la zona del euro desde el inicio de la recuperación a mediados de 2009. El valor añadido de la industria (excluida la construcción) creció un 2,2% en el primer trimestre de 2010, tras un aumento del 0,3% en el cuarto trimestre de 2009 y del 2,1% en el tercer trimestre. El incremento de la producción industrial en el primer trimestre de 2010, cifrado en el 3,8%, fue incluso más fuerte que el del valor añadido de la industria (véase gráfico 49). La discrepancia relativamente importante que se aprecia en la evolución de los dos indicadores en los tres primeros meses del año podría estar relacionada principalmente con diferencias en el ajuste estacional, pues, actualmente, los datos desestacionalizados están sometidos a una incertidumbre relativamente, como consecuencia de las importantes variaciones observadas en los datos durante la recesión económica y la recuperación posterior. Si se consideran las principales ramas de actividad, la producción aumentó, en particular, en la de bienes intermedios, aunque la producción también avanzó ligeramente en la rama de bienes de equipo y en la de bienes de consumo. Este patrón

Gráfico 49 Crecimiento de la producción industrial y contribuciones

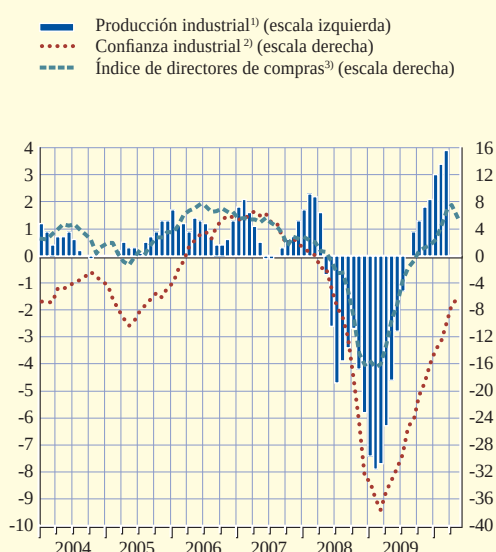
(tasa de crecimiento y contribuciones en puntos porcentuales; datos mensuales desestacionalizados)



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

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

(datos mensuales desestacionalizados)



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

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

1) Tasas de variación intertrimestral.

2) Saldo neto.

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

sectorial es coherente con el primer estadio de una recuperación, que normalmente muestra un crecimiento más sólido en el sector de bienes intermedios. Además, la producción en el sector de la energía creció considerablemente, debido con toda probabilidad a que el invierno fue especialmente frío.

De cara al futuro, una recuperación generalizada de la actividad industrial viene marcada por una tendencia creciente de nuevos pedidos industriales, pues es de esperar que los pedidos recibidos aparezcan posteriormente en la producción. Este indicador se elevó un 3,7%, en tasa intertrimestral, en el primer trimestre de 2010, después de un incremento del 3,2% en el trimestre anterior. Asimismo, los primeros datos procedentes de las encuestas de opinión sugieren que el crecimiento de la industria seguía siendo positivo al inicio del segundo trimestre de 2010 (véase gráfico 50). El índice de directores de compras del sector manufacturero experimentó un nuevo avance en abril, pero retrocedió en mayo, manteniéndose, sin embargo, por encima de la media observada en el primer trimestre de 2010. Aunque no puede descartarse un impacto adverso sobre la confianza industrial procedente de las recientes turbulencias relacionadas con la deuda soberana, la valoración a corto plazo es positiva, dado que la producción y los nuevos pedidos, así como los plazos de entrega de los proveedores, se mantuvieron en mayo próximos a su nivel más alto en una década. Por el contrario, según la encuesta de opinión de la Comisión Europea, la confianza industrial mejoró ligeramente en mayo.

La actividad en la construcción continuó retrocediendo en los últimos trimestres. El valor añadido de la construcción se redujo un 2,7%, en tasa intertrimestral, en el primer trimestre de 2010, una tasa consi-

derablemente más elevada que la de los dos trimestres anteriores, en que disminuyó a una tasa intertrimestral del 1,3%. La notable caída observada en la actividad constructora en los tres primeros meses del año puede atribuirse, en gran medida, a las adversas condiciones meteorológicas que afectaron a muchos países de la zona del euro durante el invierno. La contracción de la actividad a causa del mal tiempo amplió el ajuste necesario en el mercado de la vivienda que se ha mencionado anteriormente. Se prevé que la reducción de la actividad relacionada con el tiempo se recuperará en gran medida en el segundo trimestre del año.

La actividad en el sector servicios es mucho menos sensible a la evolución cíclica que la actividad en las manufacturas y en la construcción. No obstante, una significativa mejora en los servicios es crucial para una recuperación sustancial, y el crecimiento del valor añadido de los servicios ha sido bastante escaso desde mediados de 2009. El valor añadido de los servicios experimentó un reducido incremento del 0,3% en el primer trimestre de 2010, registrando un ligero avance con respecto a la moderada tasa de crecimiento observada en el último trimestre de 2009, tras haberse estancado en el período de tres meses anterior. La información disponible sobre los principales subsectores de los servicios muestra que, tras las acusadas caídas observadas en torno a finales de 2008 y comienzos de 2009, el valor añadido solo se ha estabilizado hasta el momento, en términos generales, en el comercio y el transporte, mientras que parece haber repuntado en los servicios empresariales y de intermediación financiera, que suelen ser los subsectores más volátiles y cíclicos. De cara al futuro, los datos de las encuestas publicados recientemente sugieren que el sector servicios registró un nuevo crecimiento a comienzos del segundo trimestre de 2010.

MERCADO DE TRABAJO

En contraste con la evolución de la actividad económica, la situación de los mercados de trabajo de la zona del euro ha seguido deteriorándose en los últimos trimestres, ya que las variaciones en el empleo suelen ir a la zaga de las fluctuaciones del ciclo económico. Durante la última recesión, el empleo empezó a descender en la construcción antes que en la industria y en los servicios. Esto se explica, en parte, por el exceso de capacidad que afecta a la construcción en algunos países de la zona del euro y por el hecho de que esta rama de actividad emplea a un gran número de trabajadores con contratos temporales, lo que hace que el empleo sea más flexible. Posteriormente, el empleo cayó también en la industria, mientras que el sector servicios se vio mucho menos afectado por los ajustes de empleo (véase cuadro 8).

Cuadro 8 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
<i>Del cual:</i>							
Agricultura y pesca	-1,4	-2,6	0,0	-0,8	-0,9	-1,2	0,5
Industria	-0,7	-5,7	-1,5	-1,8	-1,7	-1,7	-0,9
Excluida la construcción	0,0	-5,2	-1,1	-1,6	-1,8	-1,7	-1,1
Construcción	-2,1	-6,9	-2,3	-2,3	-1,3	-1,7	-0,4
Servicios	1,3	-0,5	0,0	-0,4	-0,1	-0,1	-0,1
Comercio y transporte	1,3	-1,8	-0,4	-0,8	-0,5	-0,2	-0,5
Finanzas y empresas	2,2	-2,2	-0,5	-0,9	-0,8	-0,5	-0,1
Administración pública 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.

En muchos países de la zona del euro, los planes especiales de reducción de jornada sostuvieron el empleo mientras que la recesión económica se intensificaba. Estos planes redujeron las horas de trabajo a través de varios canales, entre los que se incluyen cambios en la flexibilidad de la organización del trabajo, reducciones generales de las horas extraordinarias y planes especiales de mantenimiento del empleo establecidos por diversos Gobiernos europeos. El recurso a estos planes ha contribuido a evitar un descenso más acusado del empleo y ha suavizado el proceso de ajuste de mano de obra en un entorno de caída de la demanda. Si se considera el pronunciado descenso de la actividad económica, parece que el empleo ha resistido relativamente bien durante la recesión económica. Un gran parte del ajuste se ha producido, realmente, mediante la reducción de las horas trabajadas por persona ocupada más que mediante una importante destrucción de empleo. Sin embargo, la evolución de los mercados de trabajo ha sido muy diferente en las distintas economías de la zona. La recesión económica también ha obstaculizado el crecimiento de la oferta de trabajo en la zona del euro, que anteriormente había mantenido una tendencia al alza. En el recuadro cinco se examinan las contribuciones relativas al crecimiento de la oferta de trabajo de la población y de la tasa de actividad en distintos colectivos y países.

Recuadro 5

EVOLUCIÓN RECIENTE DE LA OFERTA DE TRABAJO

En el período comprendido entre 2008 y 2009, la zona del euro experimentó su recesión más grave desde finales de la Segunda Guerra Mundial. La recesión ha entrañado una caída significativa de la demanda de trabajo y un aumento de las tasas de desempleo. No obstante, en última instancia, cabe esperar que una crisis económica no solo influya en la demanda de trabajo, sino también, de manera más general, en su oferta. Este efecto se produce a través de dos canales distintos, que afectan tanto al crecimiento de la población como a las tasas de actividad. En este recuadro se examina el impacto de la reciente recesión en la oferta de trabajo de la zona del euro con datos de la encuesta de población activa de la UE.

Los efectos de la crisis económica sobre el crecimiento de la población suelen deberse, en el corto plazo, a la inmigración, que, a su vez viene determinada, fundamentalmente, por los salarios relativos y por las oportunidades de empleo¹. Las recesiones severas —y la disminución de las oportunidades de empleo resultantes— pueden frenar la inmigración que llega a la zona del euro y reducir, por tanto, el crecimiento de la población.

Las recesiones severas pueden influir asimismo en las tasas de actividad. Sin embargo, el efecto no es tan evidente. Por una parte, estas recesiones pueden dar lugar a que los trabajadores abandonen el mercado de trabajo; por ejemplo, los trabajadores de más edad pueden optar por jubilarse anticipadamente y los trabajadores más jóvenes, por continuar con la educación a tiempo completo. Además, la menor probabilidad de encontrar empleo durante una grave recesión podría inducir a algunos trabajadores a abandonar la población activa: el denominado efecto del «trabajador desanimado». Ambos fenómenos provocarían reducciones en las tasas de actividad, o, al menos, descensos en la tasa de crecimiento de la tasa de actividad. Por otra parte, las recesiones severas pueden también hacer aumentar el crecimiento de la tasa de actividad, si la reducción de la renta de los hogares (debido a pérdidas financieras o de empleo) atraen a los «trabajadores adicionales», anteriormente inactivos, al empleo.

1 Véase, por ejemplo, Frigyes Ferdinand Heinz y Melanie Ward-Warmedinger, «Cross-border labour mobility within an enlarged EU», *Occasional Paper*, n.º 4, BCE, octubre de 2006.

Variaciones en el crecimiento de la población activa y contribuciones

Antes de la crisis, si se toma la media del período comprendido entre 2006 y 2008, la oferta de trabajo de la zona del euro creció un 1,1% anual, impulsada, en gran medida, por la considerable inmigración observada en la zona del euro de trabajadores procedentes de los nuevos Estados miembros, tras la ampliación de la UE (véase cuadro). En contraposición, después de la recesión, el crecimiento anual de la población activa de la zona del euro cayó significativamente, registrando en el tercer trimestre de 2009 la primera contracción interanual en los diez años de historia de la serie. Ello tuvo como resultado una tasa media anual de crecimiento de la oferta de trabajo en la zona del euro de solo un 0,3% en 2009. En parte, la contracción del crecimiento de la oferta de trabajo que se observó en el segundo semestre de 2009 refleja una fuerte desaceleración de la tasa de inmigración en la zona del euro, que anteriormente había contribuido a mitigar los, por lo demás, bajos niveles del crecimiento (natural) de la población. Pero la recesión (que se inició en el segundo trimestre de 2008) también tuvo un efecto notable sobre el crecimiento de la tasa de actividad en la zona del euro, sobre todo de los ciudadanos más jóvenes.

Efectos de la tasa de actividad

En general, en la zona del euro se ha registrado un estancamiento claro en el crecimiento de la tasa de actividad desde que se inició la crisis, en fuerte contraste con el crecimiento ininterrumpido que se observó a mediados de la década. Además, como se muestra en el cuadro, la reciente recesión ha producido una amplia y marcada aceleración en el descenso secular de la tasa de actividad de los jóvenes (con edades comprendidas entre 15 y 24 años). Sin duda, parte de este descenso refleja simplemente la reducción de las oportunidades existentes en el mercado para los jóvenes que aca-

Crecimiento de la población activa, de la población y de las tasas de actividad en la zona del euro, por colectivos

(tasas de variación interanual)

	2006	2007	2008	2009	2009 IV
Población activa					
Total	1,2	1,0	1,1	0,3	0,1
Jóvenes (15-24)	-0,8	-0,2	-0,3	-2,8	-3,6
De 25 a 54 años	1,1	0,6	0,9	0,0	0,0
Mayores (55-64)	4,6	4,7	3,7	4,5	4,1
Hombres	0,9	0,6	0,6	-0,3	-0,4
Mujeres	1,7	1,4	1,6	0,9	0,7
Actividad					
Total	0,8	0,5	0,7	0,1	0,1
Jóvenes (15-24)	-0,2	0,3	0,4	-1,8	-2,6
De 25 a 54 años	0,6	0,3	0,5	0,0	0,0
Mayores (55-64)	2,9	2,7	2,0	2,9	2,6
Hombres	0,3	0,2	0,2	-0,3	-0,4
Mujeres	1,3	0,9	1,2	0,8	0,6
Población					
Total	0,5	0,5	0,4	0,1	0,0
Jóvenes (15-24)	-0,6	-0,5	-0,7	-1,1	-1,1
De 25 a 54 años	0,5	0,4	0,4	0,0	-0,1
Mayores (55-64)	1,6	1,9	1,7	1,5	1,4
Hombres	0,5	0,5	0,4	0,1	0,0
Mujeres	0,4	0,5	0,4	0,1	0,1
Ciudadanos de la zona del euro	0,1	-0,4	0,2	-0,2	-0,2
Otros ciudadanos de la UE	3,9	116,1	29,1	6,4	2,9

Fuentes: Encuesta de población activa de la UE y cálculos del BCE.

ban de terminan la enseñanza obligatoria, como consecuencia de la notable contracción de la actividad en la construcción y en la industria. Al tener que hacer frente a un empeoramiento de las perspectivas de empleo, los jóvenes se vieron obligados a reconsiderar sus opciones fuera del mercado laboral, y muchos de ellos optaron sencillamente por continuar educándose y formándose. A priori, cabría esperar que los factores que contribuyeron a adoptar en mayor medida esta decisión (aunque se pospusiera temporalmente la incorporación al mercado de trabajo) darían lugar a tasas de actividad más elevadas en una etapa posterior de su vida, demostrando las cohortes una mayor vinculación al mercado laboral. No obstante, es cada vez mayor la evidencia que sugiere que las reducidas tasas de empleo de los jóvenes cuyos comienzos en la vida laboral coinciden con recesiones severas pueden provocar descensos permanentes en la vinculación de estos colectivos al mercado de trabajo².

Además, parece que el crecimiento de la tasa de actividad de los hombres ha comenzado también a contraerse, reflejando de nuevo, en gran medida, la fuerte concentración sectorial de la crisis en los sectores tradicionalmente «dominados por los hombres» (construcción, manufacturas y transporte). Sin embargo, la desaceleración del crecimiento se concentró fundamentalmente en los trabajadores jóvenes, y la actividad de los hombres con edades comprendidas entre los 25 y los 54 años mostró tasas de contracción considerablemente más bajas, mientras que las tasas de actividad de los trabajadores de más edad continúan registrando tasas de crecimiento positivas, incluso ligeramente más altas que las observadas antes de que se iniciara la crisis.

En contraste con la mayoría de los colectivos, dos grupos de trabajadores continúan mostrando un sólido crecimiento de la tasa de participación: las mujeres y los trabajadores de más edad. En su mayor parte, el crecimiento actual de la tasa de actividad de las mujeres apunta simplemente a un mantenimiento de la tendencia secular a largo plazo de este colectivo; pero es posible que refleje también un incremento de los efectos tradicionales de los «trabajadores adicionales», que son habituales en las recesiones severas. Del mismo modo, mientras que parte del notable aumento de las tasas de actividad de los trabajadores de más edad puede reflejar sencillamente un endurecimiento o un cambio en los sistemas de jubilación anticipada, otra parte es probable que se deba a la necesidad de compensar las pérdidas de riquezas registradas como consecuencia de la crisis financiera y de pensiones procedentes de los sistemas de aportación definida menores de lo previsto³.

Efectos de la población

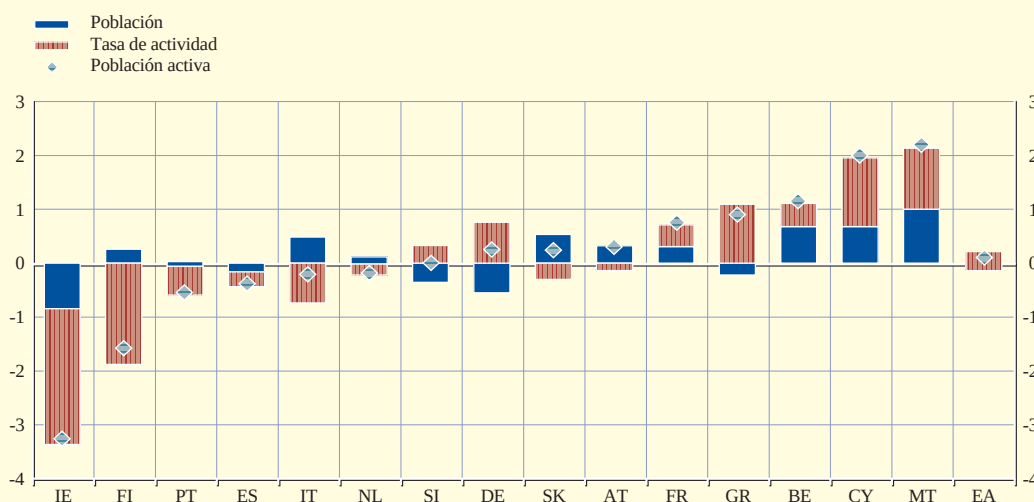
Desde que se inició la recesión, el crecimiento de la población de la zona del euro se ha desacelerado gradualmente —pasando a ser negativo por primera vez en la historia de la serie en el tercer trimestre de 2009—, tras crecer en torno a un 0,5% anual, en promedio, en los años anteriores a que se iniciara la crisis. Si bien gran parte de este descenso refleja simplemente la evolución habitual de la población en edad de trabajar de la zona del euro, otra parte también refleja una marcada ralentización de la inmigración recibida en la zona del euro.

2 Véanse, por ejemplo, K. Hämäläinen, «Education and unemployment: state dependence in unemployment among young people in the 1990s», *VATT Discussion Paper*, n.º 312, 2003, y S. Burgess, C. Propper, H. Rees y A. Shearer, «The class of 1981: the effects of early career unemployment on subsequent unemployment experiences», *Labour Economics*, vol. 10, 3, 2003.

3 Véanse, por ejemplo, los recuadros titulados «Country-specific evidence of effects from early retirement and disability schemes on participation» y «Participation decisions in response to sharp drops in pension wealth», *OECD Working Paper ECO/CPE/WP1(2010)2*, titulado «The response of labour force participation to severe downturns».

Contribuciones del crecimiento de la población y de la tasa de actividad al crecimiento de la población activa en los países de la zona del euro, cuarto trimestre de 2008 - cuarto trimestre de 2009

(tasas de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Nota: No se dispone de datos para Luxemburgo.

Diferencias entre países

En las cifras relativas al total de la zona del euro subyace una considerable heterogeneidad en la evolución por países, como se recoge en el gráfico, que muestra las contribuciones relativas del crecimiento de la población y de la tasa de actividad al crecimiento anual de la población activa en la zona del euro en los distintos países de la zona entre el cuarto trimestre de 2008 y el cuarto trimestre 2009. Estos datos muestran una evolución que oscila entre una contracción anual de la población activa del 3,3% en Irlanda y una tasa continuada de crecimiento cercana al 2,2% en Malta⁴.

La reacción de la tasa de actividad a la reciente recesión parece dividirse bastante uniformemente entre los países de la zona del euro, de manera que 8 de los 15 países que se consideran en este recuadro informan de descensos en las tasas de crecimiento de la tasa de actividad y 7 muestran incrementos. Los descensos registrados en las tasas de actividad parecen haber sido especialmente acusados en Irlanda y en Finlandia, en parte como consecuencia de la intensidad de los descensos de producción observados en esos países.

El patrón de la migración en los países de la zona del euro es bastante equilibrado. En los países en que ha caído la población, tiende a deberse, en gran medida, tanto al abandono voluntario de los trabajadores extranjeros de los mercados de trabajo nacionales como a la reducción de los flujos de entrada de nuevos emigrantes como consecuencia de las menores oportunidades existentes.

Este recuadro ha mostrado que, en los últimos trimestres, el crecimiento de la oferta de trabajo en la zona del euro se ha visto afectado negativamente por los canales de la tasa de actividad y de población. Algunos de estos efectos deberían ser de carácter cíclico y cabe esperar que reviertan cuando la economía vuelva a fortalecerse. Sin embargo, es crucial evitar la situación en que parte del descenso

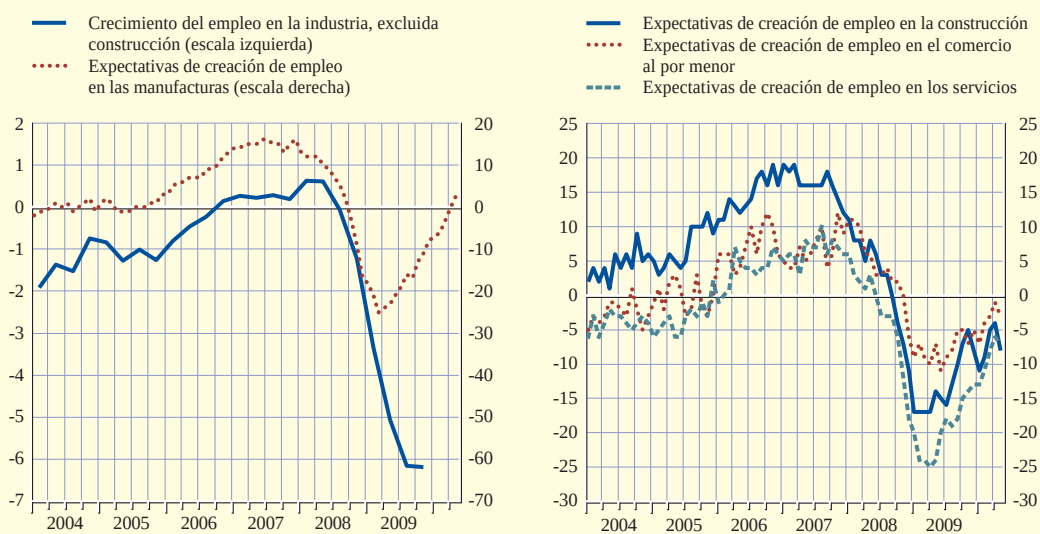
4 Siguiendo las recomendaciones de la Banque centrale du Luxembourg, no se proporcionan datos de Luxemburgo.

del crecimiento de la oferta de trabajo pase a ser duradero. A largo plazo, la oferta de trabajo es un determinante fundamental del producto potencial, por lo que influye en el potencial de productividad a largo plazo y, en última instancia, en las posibilidades de mejora del nivel de vida de los ciudadanos de la zona del euro.

El empleo se contrajo a una tasa intertrimestral del 0,3% en el último trimestre de 2009, mostrando un descenso menos marcado en comparación con los trimestres anteriores. A nivel sectorial, las manufacturas (la industria, excluida la construcción) continuaron siendo las más castigadas por la destrucción de empleo, ya que este siguió disminuyendo en el cuarto trimestre a una tasa intertrimestral del 1,1%, aunque esta tasa fue más lenta que la observada en el trimestre anterior, cuando se redujo un 1,7%. En el cuarto trimestre del año se observó una desaceleración en la tasa de destrucción de empleo en la construcción, que registró un descenso intertrimestral del 0,4% en el empleo, tras una caída del 1,7% en el tercer trimestre 2009. Al igual que en trimestres anteriores, el empleo en los servicios apenas sufrió modificaciones en el cuarto trimestre, cayendo un 0,1%, en tasa intertrimestral, aunque el agregado de los servicios enmascara considerables diferencias entre los subsectores. El empleo en el comercio y en el transporte registró una acusada reducción a finales de año, y cayó un 0,5% frente al descenso del 0,2% observado en el tercer trimestre del 2009, mientras que la contracción del empleo en los servicios financieros y empresariales registró una nueva y considerable moderación, disminuyendo un 0,1%, en comparación con la caída del 0,5% observada en el tercer trimestre. Por primera vez, Eurostat publicó datos trimestrales sobre las horas trabajadas en la zona del euro. Estos datos indican las primeras señales de crecimiento positivo en el total de horas trabajadas desde junio de 2008. El aumento intertrimestral del 0,2% en el último trimestre de 2009 oculta el hecho de que una reducción de las horas totales trabajadas en las manufacturas se vio contrarrestada por un crecimiento positivo de las horas trabajadas en los servicios, sobre todo en el subsector de servicios financieros y empresariales, así como en la administración pública (véase gráfico 51)

Gráfico 51 Crecimiento del empleo y expectativas de creación de empleo

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

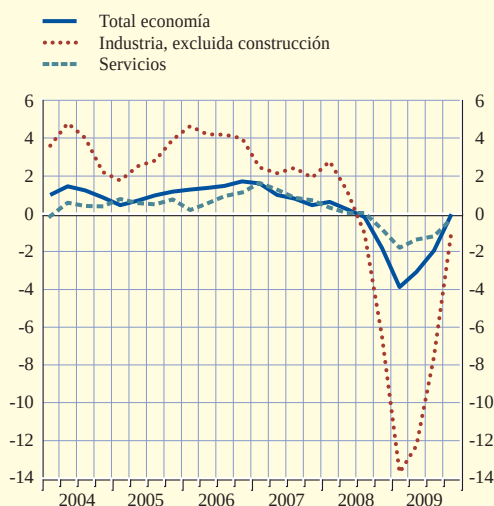


Fuentes: Eurostat y encuestas de opinión de la Comisión Europea.

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

Gráfico 52 Productividad del trabajo

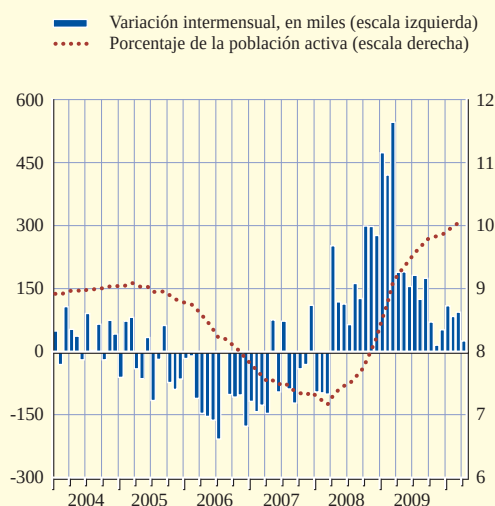
(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Gráfico 53 Desempleo

(datos mensuales desestacionalizados)



Fuente: Eurostat.

La recuperación del crecimiento del producto en la zona del euro, junto con la reducción del empleo en los últimos trimestres, contribuyó a que se produjera una inflexión en el descenso de la productividad. En términos interanuales, la productividad agregada de la zona del euro (medida como el producto por persona ocupada) se mantuvo estancada en el último trimestre de 2009, lo que supone una mejora sustancial con respecto a la caída del 2%, observada en el trimestre anterior y la contracción récord que se produjo en el primer semestre de 2009 (véase gráfico 52). La evolución de la productividad por hora ha mostrado un patrón similar, y registró el primer resultado positivo desde el tercer trimestre de 2008, aumentando un 0,3% en el último trimestre de 2009.

Tras la interrupción registrada en torno a finales de año, la tasa de desempleo de la zona del euro se elevó hasta el 10% en el primer trimestre de 2010, desde el 9,8% en el último trimestre de 2009; creció hasta el 10,1% en abril de 2010 (véase gráfico 53) y actualmente se sitúa en el nivel más elevado registrado desde junio de 1998. De cara al futuro, las expectativas de empleo han mejorado con respecto a sus mínimos, pero todavía sugieren nuevos incrementos —relativamente moderados— del desempleo en la zona del euro en los próximos meses.

4.3 PERSPECTIVAS DE LA ACTIVIDAD ECONÓMICA

De cara al futuro, se espera que el PIB real siga creciendo durante un tiempo a un ritmo moderado y desigual en todas las economías y sectores de la zona del euro. La recuperación en curso a escala mundial, y su efecto sobre la demanda de exportaciones de la zona del euro, así como la orientación acomodaticia de la política monetaria y las medidas adoptadas para restablecer el funcionamiento del sistema financiero, deberían respaldar a la economía de la zona del euro. No obstante, se prevé que la recuperación se vea frenada por el actual proceso de ajuste de los balances que está teniendo lugar en varios sectores y por las débiles perspectivas de los mercados de trabajo.

Este análisis está prácticamente en línea con las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro de junio de 2010, según las cuales el crecimiento anual del PIB real se situará en un intervalo comprendido entre el 0,7% y en 1,3% en 2010 y entre el 0,2% y el 2,2% en 2011. Si se comparan con las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE de marzo de 2010, el intervalo correspondiente al crecimiento del PIB real este año se ha revisado ligeramente al alza, como consecuencia del efecto positivo de la mayor actividad a escala mundial en el corto plazo, mientras que el intervalo se ha revisado levemente a la baja para 2011, con el fin de reflejar principalmente las perspectivas de la demanda interna.

Se sigue considerando que los riesgos para estas perspectivas económicas están prácticamente equilibrados, en un entorno de incertidumbre inusualmente elevada. Por una parte, la economía mundial y el comercio exterior podrían recuperarse con más intensidad de lo previsto, respaldando con ello un nuevo crecimiento de las exportaciones de la zona del euro. Por otra, sigue preocupando el recrudecimiento de las tensiones en algunos segmentos de los mercados financieros y sus efectos sobre la confianza. Además, la situación podría complicarse por la posibilidad de que se produzca una espiral negativa de reacciones adversas entre la economía real y el sector financiero más intensa o prolongada de lo previsto, aumenten de nuevo los precios del petróleo y de otras materias primas, se intensifiquen las presiones proteccionistas y se realice de forma desordenada la corrección de los desequilibrios mundiales.

5 EVOLUCIÓN DE LAS FINANZAS PÚBLICAS

Según las previsiones económicas de la Comisión Europea de primavera de 2010, el déficit público de la zona del euro continuará aumentando, hasta situarse en el 6,6% del PIB en 2010, antes de disminuir en 2011. De acuerdo con estas previsiones, la ratio de deuda pública de la zona se incrementará hasta alcanzar casi el 90% del PIB en 2011. En algunos países, los desequilibrios presupuestarios son aún más pronunciados, lo que ha contribuido a un aumento de las tensiones en los mercados de deuda pública. Para contener los efectos de contagio negativos y asegurar la estabilidad financiera de la zona del euro, se adoptaron decisiones sin precedentes, tanto a escala de la UE como de la zona del euro. Tras el apoyo financiero prestado por la UE y el FMI a Grecia, con la imposición de estrictas condiciones, los Estados miembros decidieron establecer un mecanismo europeo de estabilización financiera y se comprometieron a cumplir sus objetivos de política fiscal y a acelerar los procesos de saneamiento presupuestario. La determinación política de reforzar el marco fiscal de la UE es una sólida señal de apoyo a la sostenibilidad presupuestaria de la zona del euro.

EVOLUCIÓN DE LAS FINANZAS PÚBLICAS EN 2009

Según la notificación presupuestaria de primavera de 2010 de Eurostat, el déficit público de la zona del euro en 2009 se situó en el 6,3% del PIB, frente al 2% registrado en 2008 (véase cuadro 9). Con la excepción de Luxemburgo y Finlandia, todos los países de la zona arrojaron un déficit superior al 3% del PIB.

La ratio de deuda pública de la zona del euro se situó en el 78,7% del PIB en 2009, en comparación con el 69,4% de 2008. Diez de los 16 países de la zona notificaron ratios de deuda superiores al valor de referencia del 60% del PIB, y muy por encima del 100% del PIB en el caso de Grecia e Italia. La deuda pública experimentó un aumento especialmente acusado en Irlanda, Grecia y España, países que registraron déficits presupuestarios por encima del 10% del PIB en 2009. A escala de la zona del euro en su conjunto, el impacto de las medidas adicionales de estabilización de los mercados financieros sobre la deuda pública fue limitado, con una contribución del 0,5% del PIB al incremento de la ratio de deuda de la zona mediante ajustes entre déficit y deuda, frente a un 1,9% en 2008.

PERSPECTIVAS DE LAS FINANZAS PÚBLICAS EN 2010 Y 2011

Las perspectivas de las finanzas públicas en la zona del euro siguen siendo desfavorables, aunque se espera cierta mejora para 2011. Según las previsiones económicas de primavera de 2010 de la Comisión Europea, el déficit público de la zona aumentará hasta el 6,6% del PIB en 2010, antes de descender hasta el 6,1% en 2011 (véase cuadro 9). Se prevé que todos los países de la zona incumplan el valor de

Cuadro 9 Evolución de las finanzas públicas de la zona del euro

(en porcentaje del PIB)	2008	2009	2010	2011
a. Ingresos totales	44,9	44,4	44,2	44,1
b. Gastos totales	46,8	50,7	50,8	50,2
De los cuales:				
c. Gasto por intereses	3,0	2,8	3,0	3,2
d. Gasto primario (b - c)	43,8	47,9	47,8	47,0
Saldo presupuestario (a - b)	-2,0	-6,3	-6,6	-6,1
Saldo presupuestario primario (a - d)	1,0	-3,5	-3,6	-2,9
Saldo presupuestario ajustado de ciclo	-2,9	-4,8	-5,1	-4,8
Deuda bruta	69,4	78,7	84,7	88,5
Pro memoria: PIB real (tasa de variación interanual)	0,6	-4,1	0,9	1,5

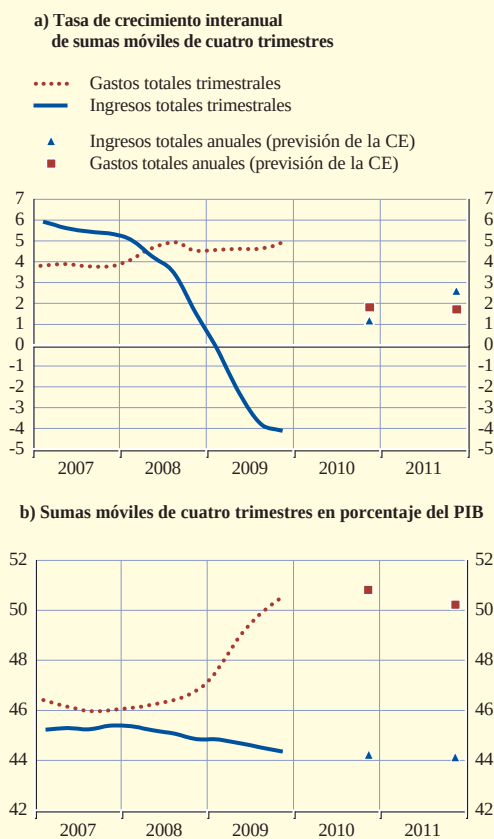
Fuentes: Previsiones económicas de la Comisión Europea, primavera de 2010 y cálculos del BCE.
Nota: Pueden producirse discrepancias, debido al redondeo.

referencia del 3% del PIB en 2010. Aunque se espera que el déficit se estabilice o se reduzca en 2011 en la mayoría de los países, se prevé que únicamente Finlandia sitúe su déficit por debajo del valor de referencia ese año. A tenor de esta evolución, la Comisión Europea dio el primer paso para iniciar procedimientos de déficit excesivo contra Chipre y Finlandia en mayo de 2010, ya que Chipre incumplió el valor de referencia del 3% del PIB en 2009 y es probable que los dos países lo hagan en 2010.

Según las previsiones de la Comisión, la brecha entre el crecimiento de los ingresos nominales y el del gasto nominal se reducirá sustancialmente en 2010 y pasará a ser ligeramente positiva en 2011 (véase gráfico 54a). Se prevé que, tras experimentar una fuerte caída en 2009, el crecimiento de los ingresos nominales en la zona del euro se recupere en 2010, y que aumente hasta aproximadamente el 2,5% en 2011, año en que se espera que supere levemente el crecimiento del gasto total. En cuanto al gasto nominal, tras el intenso ritmo de crecimiento observado en años anteriores, se prevé que se reduzca hasta situarse por debajo del 2% en 2010 y 2011. Asimismo se espera que, junto con el repunte gradual del crecimiento del PIB nominal, la ratio de ingresos de la zona del euro se reduzca en 2010-2011, mientras que se prevé que la ratio de gasto se estabilice en 2010 y que posteriormente disminuya hasta situarse en el 50,2% del PIB en 2011, todavía bastante por encima del nivel de 2007, el 46% del PIB (véase gráfico 54b).

Por lo que respecta al impacto del entorno macroeconómico sobre la evolución presupuestaria, parece que la previsión de crecimiento positivo del PIB real no evitará un nuevo aumento del déficit de la zona del euro en 2010 (véase gráfico 55a). El análisis de los factores determinantes del deterioro de las finanzas públicas se ve especialmente dificultado por la incertidumbre existente en relación con la distinción entre efectos cíclicos y efectos tendenciales, que se basa en la identificación de la brecha de producción en tiempo real. Teniendo presente esta salvedad, tras el acusado deterioro observado en 2009, se prevé que el componente cíclico del saldo presupuestario no experimente variaciones en 2010 y que permanezca en el -1,5% del PIB (véase gráfico 55b). Esto significa que, aunque el crecimiento del PIB real sea positivo, la acción de los estabilizadores automáticos seguirá causando un impacto adverso sobre los déficits. Esto se debe a que la composición del crecimiento económico será fiscalmente desfavorable: el crecimiento estará impulsado por las exportaciones y por la variación de existencias, que son componentes no intensivos en impuestos, mientras que una de las principales bases impositivas, el consumo privado, irá a la zaga. Además, se espera que el saldo presupuestario ajustado de ciclo experimente un ligero deterioro a escala de la

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



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

Nota: El gráfico muestra la evolución de los ingresos y gastos totales en términos de sumas móviles de cuatro trimestres para el período comprendido entre el primer trimestre de 2007 y el cuarto trimestre de 2009, más las previsiones anuales para 2010 y 2011 de las previsiones económicas de la Comisión Europea de primavera 2010.

zona del euro. Esto se debe a que las políticas fiscales seguirán relajándose moderadamente, así como a la disminución de los ingresos y al aumento de los pagos por intereses. En 2011, la reducción prevista del déficit de la zona refleja contribuciones igualmente positivas de la recuperación económica y de la mejora del saldo presupuestario ajustado de ciclo. Se espera que la restricción presupuestaria esté determinada principalmente por el gasto, ya que las medidas de consolidación anunciadas incluyen recortes de los salarios de los empleados públicos y de la inversión pública, así como, en menor medida, subidas de impuestos.

Como consecuencia de los elevados déficits primarios y del aumento del gasto por intereses, se espera que la ratio media de deuda pública de la zona del euro en relación con el PIB continúe aumentando, desde el 78,7% del PIB registrado en 2009 hasta el 88,5% en 2011 (véase cuadro 9). Según las previsiones, esta evolución de la deuda se observará en todos los países de la zona del euro, con aumentos de aproximadamente el 20% del PIB en Grecia, España y Francia. En 2011, se prevé que doce países de la zona tengan una ratio de deuda por encima del valor de referencia del 60% del PIB, es decir, dos más que en 2009. En tres países, concretamente Bélgica, Grecia e Italia, esta ratio superará el 100% del PIB en 2011.

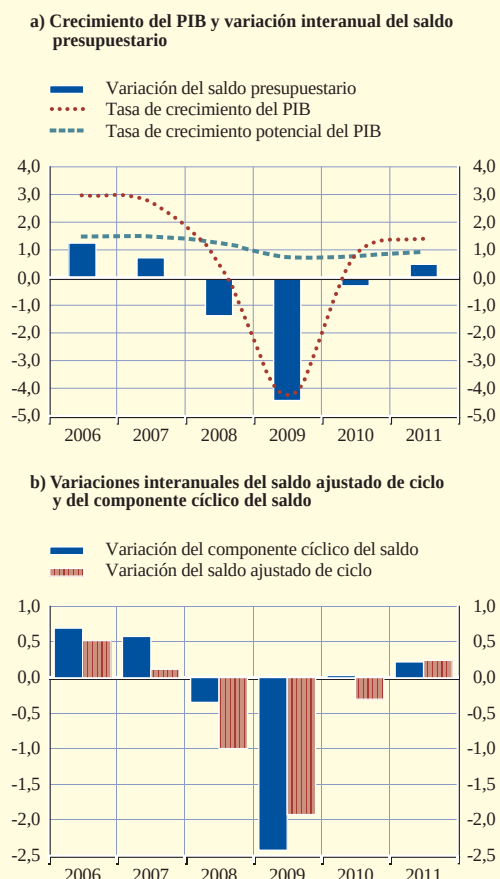
VALORACIÓN Y PERSPECTIVAS

El acusado deterioro de las finanzas públicas que comenzó en 2008 y se intensificó en 2009 todavía no ha llegado a su fin. La mayor parte de los Estados miembros de la zona del euro planean comenzar a controlar sus déficits en 2010 o 2011, y a corregir su déficit excesivo en consonancia con las recomendaciones formuladas en el contexto de los procedimientos de déficit excesivo. No obstante, los planes de ajuste presentados en las últimas actualizaciones de los programas de estabilidad se han aplazado, en general, y muchos países todavía no han definido detalladamente ninguna medida específica, especialmente para los próximos años. Esto queda reflejado en la brecha entre el déficit previsto en la zona del euro implícito en los objetivos fijados en los programas de estabilidad para 2011 (el 5,2% del PIB) y el déficit previsto por la Comisión para ese año (el 6,1% del PIB).

En este contexto, la preocupación acerca de la disposición y la capacidad de los Gobiernos para retornar a unas finanzas públicas sostenibles a medio plazo ha generado tensiones en los mercados de deuda pública. Como consecuencia del acusado aumento que están experimentando los diferenciales de la deuda soberana, a finales de abril de 2010, el Gobierno griego solicitó asistencia financiera a otros Gobiernos de la zona del euro y al FMI. La ayuda se concedió con el fin de contener los riesgos para la estabilidad financiera de la zona del euro en su conjunto.

Gráfico 55 Determinantes de la evolución presupuestaria de la zona del euro

(en puntos porcentuales del PIB; tasas de variación)



Fuentes: Comisión Europea (previsiones económicas de primavera de 2010) y cálculos del BCE.

El importe máximo de los préstamos bilaterales concedidos a Grecia por los países de la zona del euro es de 80 mm de euros. Como estos préstamos se han proporcionado conjuntamente con financiación del FMI, el apoyo financiero total asciende a 110 mm de euros para el período 2010-2013. La ayuda se proporciona con una fuerte condicionalidad y se abonará en plazos en función de los avances realizados en la aplicación de un ambicioso programa de ajuste económico y financiero presentado por las autoridades griegas. Este programa, que no está incluido en las previsiones de la Comisión porque se presentó después de la fecha de cierre, fija como objetivo un saneamiento presupuestario estructural de alrededor del 11% del PIB, en cifras acumuladas, hasta 2013. El programa pretende reducir el déficit público hasta situarlo por debajo del valor de referencia del 3% del PIB en 2014. También prevé la estabilización de la ratio de deuda pública que, según las previsiones, alcanzará un máximo del 150% del PIB en 2013, antes de empezar a disminuir en 2014. El programa incluye medidas para aumentar los ingresos junto con recortes de los salarios públicos, de las pensiones, de los consumos intermedios y de la inversión. También contempla una reforma del sistema de seguridad social, medidas para salvaguardar la estabilidad financiera y reformas estructurales en el sector público y en los mercados de productos y de trabajo. Las autoridades griegas han declarado su firme compromiso con la aplicación íntegra de estas medidas, que es esencial para restaurar la confianza de los mercados¹.

A principios de mayo, las turbulencias registradas en los mercados se propagaron a otros países de la zona del euro con fuertes desequilibrios presupuestarios y perspectivas de crecimiento poco favorables. Para evitar los efectos de contagio, los días 9 y 10 de mayo los Gobiernos europeos acordaron establecer un mecanismo europeo de estabilización financiera. Este mecanismo constará de una facilidad de préstamo de la UE a disposición de todos los Estados miembros por un importe de hasta 60 mm de euros, así como de un acuerdo intergubernamental para proporcionar ayuda financiera por importe de hasta 440 mm de euros durante un período de tres años a través de una entidad de propósito especial, garantizado de forma prorrateada por los Estados miembros que participen en la facilidad. El FMI participará en acuerdos de financiación y se espera que proporcione asistencia equivalente al menos a la mitad de la contribución realizada por la UE a través de sus mecanismos habituales. De forma paralela, el BCE adoptó medidas de urgencia para restablecer el correcto funcionamiento de los mercados monetarios y de la transmisión monetaria, que incluyen intervenciones en los mercados secundarios de deuda pública de la zona del euro en el marco de un programa para los mercados de valores de carácter temporal. El efecto de estas intervenciones excepcionales del BCE quedará esterilizado (es decir, será neutral para la orientación de la política monetaria), y dependerán del cumplimiento de los objetivos presupuestarios por parte de los Gobiernos.

En las últimas semanas, los Estados miembros han expresado reiteradamente su firme compromiso con los procesos de saneamiento presupuestario. En la declaración de los jefes de Estado o de Gobierno de la zona del euro del 7 de mayo, estos se comprometieron a garantizar la estabilidad, unidad e integridad de la zona y acordaron adoptar todas las medidas que sean necesarias para cumplir sus objetivos presupuestarios en consonancia con las recomendaciones formuladas en el marco de los procedimientos aplicables en caso de déficit excesivo. En las conclusiones del Consejo ECOFIN del 9 de mayo, los Estados miembros reafirmaron su sólido compromiso para acelerar la consolidación fiscal cuando esté justificado.

Con posterioridad a la reunión del Consejo ECOFIN, las Gobiernos de España, Italia y Portugal presentaron medidas de saneamiento adicionales, aparte de las especificadas en las respectivas actualizaciones de los programas de estabilidad publicadas a principios de este año (estas medidas no se incluyeron en las previsiones de primavera de 2010 de la Comisión, dado que las previsiones ya se habían publicado).

1 Véase el recuadro titulado «El programa de ajuste económico y financiero de Grecia», en el Boletín Mensual de mayo de 2010.

El 27 de mayo, el Parlamento español ratificó el plan de austeridad fiscal del Gobierno, que incluye recortes de los salarios públicos en 2010 y congelación en 2011, congelación de las pensiones en 2011, supresión de beneficios fiscales para las familias jóvenes y reducciones de la inversión pública y de otras partidas del gasto, con un impacto total acumulado que ascenderá al 0,5% y al 1,5% del PIB en 2010 y 2011, respectivamente. Ahora, los objetivos del Gobierno español en relación con el déficit son el 9,3% del PIB para 2010 y el 6% del PIB para 2011 (frente al 9,8% y el 7,5%, respectivamente, que figuran en el programa de estabilidad).

El 25 de mayo, el Gobierno italiano adoptó medidas correctivas de carácter fiscal con un impacto acumulado anunciado del 1,6% del PIB para el período 2010-2012, con el fin de cumplir sus objetivos de déficit. Estas medidas de consolidación adicionales se centran principalmente en el gasto y afectan, en particular, a los salarios públicos, al gasto en pensiones, a las transferencias a las administraciones locales y a los consumos intermedios. También se adoptarán algunas medidas correctivas por el lado de los ingresos, concretamente para luchar contra el fraude fiscal.

En Portugal, el 13 de mayo, el Gobierno anunció un paquete de medidas adicionales de saneamiento que supone una revisión de los objetivos de déficit, del 8,3% del PIB al 7,3% en 2010 y del 6,6% del PIB al 4,6% en 2011. Las medidas, aprobadas por el Parlamento, incluyen subidas de los impuestos directos e indirectos, así como reducciones o aplazamientos del gasto público y la aplicación anticipada de medidas de saneamiento previstas.

En los Estados miembros con unas perspectivas económicas y presupuestarias poco favorables, la aplicación de estas contundentes medidas correctivas es esencial para convencer en el corto plazo a los mercados de que pueden cumplir sus compromisos de lograr unas finanzas públicas saneadas e invertir la evolución actual de la deuda. Por otra parte, es probable que el anuncio y la aplicación de planes de saneamiento creíbles y ambiciosos, centrados en el gasto y combinados con reformas estructurales, generen efectos positivos a largo plazo que compensen los costes a corto plazo en términos de menor crecimiento económico (véase recuadro 6).

Recuadro 6

CONSOLIDACIONES PRESUPUESTARIAS: EXPERIENCIAS ANTERIORES, COSTES Y BENEFICIOS

La crisis financiera y la grave recesión económica han contribuido a un acusado deterioro del saldo presupuestario y a un aumento considerable de la deuda pública en relación con el PIB en muchos países de la zona del euro. Como esta situación está generando riesgos importantes para la sostenibilidad a largo plazo de las finanzas públicas, en este recuadro se examina la experiencia pasada en lo que respecta a la reducción de la deuda pública en los países de la zona y se analizan los posibles costes y beneficios asociados a la consolidación presupuestaria.

La experiencia pasada en la reducción de la deuda pública en los países de la zona del euro

A juzgar por la experiencia del pasado¹ en algunos países de la zona del euro, para realizar reducciones significativas de la deuda pública es necesario un compromiso firme y a largo plazo con el sanea-

1 Véanse los recuadros titulados «La experiencia con la reducción de la deuda pública en los países de la zona del euro» y «El programa de ajuste económico y financiero de Grecia» publicados, respectivamente, en el Boletín Mensual de septiembre de 2009 y mayo de 2010.

miento presupuestario, así como centrarse especialmente en la reducción del gasto y, de forma paralela, acometer reformas estructurales para respaldar el crecimiento potencial. Concretamente, Bélgica, Irlanda, España, Países Bajos y Finlandia llevaron a cabo en el pasado importantes ajustes presupuestarios, que a menudo se complementaron con reformas estructurales, y consiguieron reducir su deuda pública en relación con el PIB. Los ejemplos de descensos significativos de la ratio de deuda (aunque, en general no fueron continuados) abarcan desde una disminución total de unos 24 puntos porcentuales en Finlandia (entre 1995 y 2008) a alrededor de 50 puntos porcentuales en Bélgica (entre 1994 y 2007), y hasta más de 69 puntos porcentuales en Irlanda (entre 1994 y 2006).

Los abultados superávits primarios registrados fueron los que más contribuyeron a reducir la deuda. El ajuste presupuestario realizado en los países anteriormente mencionados se produjo principalmente por el lado del gasto. Los períodos de reducción considerable de la deuda en Irlanda, Países Bajos y Finlandia fueron acompañados de descensos de las respectivas ratios de gasto público de más de 10 puntos porcentuales. Aunque parte de estos descensos pueden explicarse por la reducción de los pagos por intereses, las ratios de gasto primario también experimentaron un acusado retroceso en estos períodos. Estos retrocesos incluso permitieron que los países redujeran sus ratios de ingresos y aún así lograr mejoras presupuestarias durante los períodos respectivos de reducción de la deuda. En Bélgica y España, las ratios de gasto también disminuyeron, pero el ajuste fiscal también consistió en aumentos de las ratios de ingresos.

Costes y beneficios de la consolidación presupuestaria

La consolidación presupuestaria puede acarrear, hasta cierto punto, costes en términos de un crecimiento económico menor a corto plazo. No obstante, estos costes «keynesianos» a corto plazo pueden ser bastante limitados en determinadas situaciones, como sugiere la literatura. Entre las situaciones que contribuyen a reducir los costes a corto plazo se incluyen aquellas en las que (i) la situación presupuestaria inicial es especialmente precaria y, por tanto, la confianza en la sostenibilidad de las finanzas públicas es bastante baja; (ii) la consolidación fiscal se aplica de manera creíble y coherente, como parte de una estrategia de reformas integrales; (iii) la composición del ajuste presupuestario es «de alta calidad» (esto es, se centra en reformas que mejoran la sostenibilidad a largo plazo de las finanzas públicas); (iv) el ajuste económico no se ve obstaculizado por la existencia de rigideces nominales; (v) el porcentaje de consumidores que descuentan los efectos futuros de la contención presupuestaria (es decir, los denominados consumidores «ricardianos») es elevado; (vi) el grado de apertura de la economía es alto, y (vii) el impacto a corto plazo de una política fiscal más restrictiva queda compensado por una depreciación del tipo de cambio o por una política monetaria más expansiva.

En teoría, los efectos relacionados con las expectativas podrían compensar sobradamente el impacto contractivo a corto plazo de la consolidación presupuestaria (los denominados efectos fiscales no keynesianos) sobre el crecimiento. La hipótesis de la contracción fiscal expansiva plantea que los consumidores anticipan los beneficios derivados de la consolidación presupuestaria para su renta permanente y, en consecuencia, incrementan el consumo privado. No obstante, si la reducción del gasto público es limitada y temporal, o no es creíble, es posible que el consumo privado no responda de manera positiva al recorte presupuestario². Los efectos no keynesianos también

2 Véanse Giavazzi, F. y M. Pagano, «Can severe fiscal contractions be expansionary? Tales of two small European countries», en *NBER Macroeconomics Annual 1990*, vol. 5, Blanchard, O. y S. Fischer, (eds.), MIT Press, 1990, y A. Alesina, y S. Ardagna, «Tales of fiscal contractions», en *Economic Policy*, 27, 1998, pp. 487-545.

pueden estar asociados a subidas de impuestos en situaciones con un nivel elevado de endeudamiento público. Este tipo de argumento se basa en la «percepción basada en las expectativas de la política fiscal». Por ejemplo, si el público percibe que el saneamiento presupuestario es un intento creíble de reducir la necesidad de financiación del sector público, puede producirse un efecto riqueza positivo inducido, que conduzca a un aumento del consumo privado³. Por otra parte, la disminución de la necesidad de financiación del sector público reduce la prima de riesgo asociada a la emisión de deuda pública, lo que hace disminuir los tipos de interés reales y permite «atraer» la inversión privada.

Además, si la consolidación presupuestaria provoca algunos efectos negativos a corto plazo sobre el crecimiento del PIB real, un aplazamiento indebido se traducirá, en última instancia, en unos costes aún mayores del ajuste, ya que la deuda pública acumulada entretanto exigirá que se lleve a cabo una corrección fiscal aún más pronunciada en el futuro.

En general, los beneficios a largo plazo de la consolidación fiscal son, en gran medida, indiscutibles. Estos beneficios consisten, principalmente, en una reducción de las necesidades de financiación de los Gobiernos que conducen a disminuciones de los tipos de interés a largo plazo (como consecuencia del descenso de la demanda y de las primas de riesgo), y en la posibilidad de liberar recursos para financiar gastos más productivos o recortes de impuestos que potencien el crecimiento. De este modo, también se genera mayor margen de maniobra para que los estabilizadores automáticos actúen cuando sea necesario.

Lecciones extraídas de la experiencia pasada

La experiencia pasada sugiere que la obtención de superávits primarios significativos mediante la consolidación fiscal presupuestaria será fundamental para reducir las ratios de deuda, muy elevadas, registradas en muchos países de la zona del euro y, con ello, limitar su impacto moderador sobre el crecimiento del producto. Por otra parte, los estudios de casos prácticos realizados en relación con Bélgica, Irlanda, España, Países Bajos y Finlandia han constatado que la probabilidad de que la consolidación basada en reformas del gasto promueva el crecimiento del producto es muy alta, especialmente si se combina con reformas estructurales⁴. En general, parece que la consolidación fiscal basada en el gasto tiene más éxito y causa más efectos positivos sobre el crecimiento económico a largo plazo que la basada en los ingresos⁵. Como la presión fiscal es ya elevada, el margen para llevar a cabo un proceso de saneamiento basado en los ingresos puede ser limitado, ya que muchos países de la zona del euro pueden estar próximos a sus niveles impositivos que maximizan los ingresos, es decir, a los niveles máximos de sus curvas de Laffer⁶.

La literatura empírica ofrece diversos resultados acerca de si la consolidación presupuestaria en la zona del euro ha tenido efectos expansivos sobre la actividad económica a corto plazo. En relación con otros períodos de reducción considerable de la deuda pública mencionados anteriormente, la literatura sugiere que en Irlanda, Países Bajos y Finlandia se llevaron a cabo procesos de saneamiento

3 Véanse O. Blanchard, «Comment on Giavazzi y Pagano», in NBER Macroeconomics Annual 1990, O. Blanchard y S. Fischer, (eds.), 1990, pp. 111-116, y A. Sutherly, «Fiscal Crises and Aggregate Demand: Can High Public Debt Reverse the Effects of Fiscal Policy?», en *Journal of Public Economics*, 65(2), agosto 1997, pp. 147-162.

4 Véase S. Hauptmeier, M. Heipertz y L. Schuknecht, «Expenditure Reform in Industrialised Countries: A Case-Study Approach», en *Fiscal Studies*, 28(3), 2007, pp. 293-342.

5 Véase A. Alesina, «Fiscal adjustments: lessons from recent history», mimeo, Harvard University, abril 2010.

6 Véase M. Trabut y H. Uhlig, «How far are we from the slippery slope? The Laffer curve revisited», Working Paper n.º 1174, BCE, abril 2010.

expansivos⁷. Si se considera una variedad más amplia de experiencias, se observa que aproximadamente la mitad de los procesos de saneamiento llevados a cabo en la UE en los 30 últimos años han ido seguidos de una mejora en el crecimiento del producto a corto plazo con respecto a la situación inicial⁸. Por último, se observa asimismo que, en algunos países, la consolidación fiscal ha tenido repercusiones negativas pero limitadas en el corto plazo para el crecimiento del producto real⁹.

Aunque la consolidación presupuestaria puede acarrear costes en términos de un menor crecimiento económico a corto plazo, los efectos positivos a largo plazo son indiscutibles. Además, estos costes a corto plazo tenderán a ser bastante limitados en aquellos países con una situación inicial precaria, y deben considerarse en relación con los costes asociados a un proceso de ajuste más severo cuanto más se aplaze la corrección. En cambio, el anuncio anticipado y la aplicación de planes de consolidación creíbles y ambiciosos, centrados en el gasto y combinados con reformas estructurales, reforzarán la confianza de la opinión pública en la sostenibilidad de las finanzas públicas, reducirán las primas de riesgo de los tipos de interés y, de este modo, apoyarán la estabilidad macroeconómica y financiera. Dado los considerables aumentos observados en las ratios de deuda pública, hay una necesidad urgente de acelerar la corrección de los desequilibrios presupuestarios en muchos países de la zona del euro para retornar a unas finanzas públicas saneadas, que son un apoyo necesario para la política monetaria en su tarea de mantener la estabilidad de precios.

7 Véase A. Alesina y S. Ardagna, «Large changes in fiscal policy: taxes versus spending», NBER Working Paper n.º 15438, octubre 2009.

8 Véase G. Giudice, A. Turrini y in't J. Veld, «Non-Keynesian Fiscal Adjustments? A Close Look at Expansionary Fiscal Consolidations in the EU», in *Open Economies Review*, vol. 18(5), 2007, pp. 613-630.

9 Véase A. Afonso, «Expansionary fiscal consolidations in Europe: new evidence», in *Applied Economics Letters*, 17(2), 2010, pp. 105-109.

Es necesario que los Gobiernos adopten medidas enérgicas que incluyan reformas fiscales y estructurales para preservar la estabilidad y la cohesión de la zona del euro, así como que todos ellos muestren su firme compromiso con los procesos de saneamiento, si es posible incluyendo la aceleración de los planes actuales y su cumplimiento, con el fin de asegurar que el plazo concedido en virtud de las medidas excepcionales se utilice para situar a las finanzas públicas en una posición más saneada de manera permanente. Como mínimo, en los próximos años debe garantizarse el cumplimiento de las recomendaciones formuladas en el marco de los procedimientos de déficit excesivo. La corrección de los déficits excesivos y la obtención de superávits estructurales para reducir las ratios de deuda públicas en la zona del euro son aún más necesarias porque los pasivos financieros del sector público superan a los activos financieros por un elevado margen y, en consecuencia, estos activos financieros no pueden considerarse un colchón suficiente (véase recuadro 7).

Además de la adopción de medidas fiscales con carácter de urgencia, se está debatiendo la forma de reforzar el marco fiscal de la UE. Tras el anuncio del Consejo Europeo de marzo de 2010, se creó un grupo de trabajo presidido por Herman Van Rompuy, presidente del Consejo Europeo. Este grupo debe considerar, entre otras cuestiones, las medidas necesarias para reforzar la vigilancia y la prevención de riesgos presupuestarios, y establecer un marco mejorado para la resolución de crisis.

Recuadro 7

DEUDA PÚBLICA BRUTA Y ACTIVOS FINANCIEROS DE LAS ADMINISTRACIONES PÚBLICAS DE LA ZONA DEL EURO

En este recuadro se analiza la definición y utilización de varios conceptos de deuda pública. En primer lugar, se presentan dos conceptos de deuda pública bruta de la zona del euro: la deuda de Maastricht, o deuda EDP (*excessive deficit procedure*) referida al procedimiento de déficit excesivo, y la deuda SEC 95. En segundo lugar, se examina el concepto de deuda pública neta, es decir, neta de los activos financieros mantenidos por las Administraciones Públicas.

En términos generales, la deuda pública bruta consiste en los pasivos contraídos por las Administraciones Públicas. Los dos conceptos de deuda pública bruta que se describen a continuación difieren principalmente en relación con los pasivos que incluyen y con su valoración.

El primer concepto de deuda pública de los países de la UE, que suele denominarse deuda de Maastricht, se define como la deuda pública bruta nominal, pendiente a final de año y consolidada al nivel de las Administraciones Públicas¹. La deuda de Maastricht incluye los pasivos de las Administraciones Públicas en forma de efectivo y depósitos, préstamos y valores distintos de acciones, y excluye algunos instrumentos financieros, como los derivados financieros y los créditos comerciales. Este concepto de deuda pública es el que se aplica en la UE y, al utilizarse dentro del marco del procedimiento de déficit excesivo (EDP), se denomina también deuda EDP. En particular, se utiliza a efectos de vigilancia presupuestaria en el ámbito del Pacto de Estabilidad y Crecimiento para determinar si se cumple el criterio de ratio de deuda pública inferior al valor de referencia del 60% del PIB.

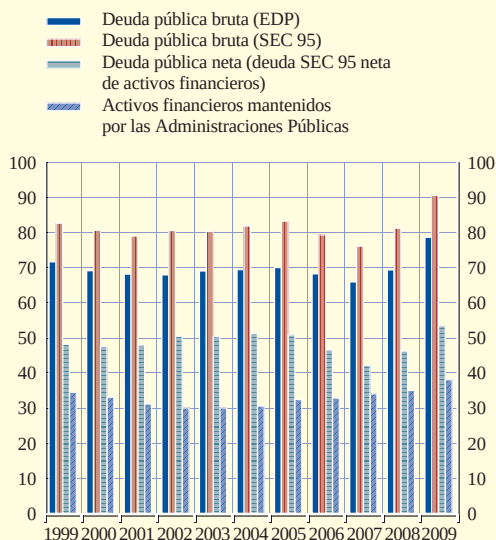
La segunda definición de deuda pública bruta se deriva directamente de las cuentas nacionales y se ajusta al Sistema Europeo de Cuentas 1995 (SEC 95), por lo que se denomina deuda SEC 95. Aunque no existe una definición formal de deuda pública SEC 95 en las cuentas nacionales, en la práctica este concepto de deuda incluye todos los pasivos de las Administraciones Públicas, de los que solo excluye los valores de renta variable. Además de los instrumentos incluidos en la deuda EDP, la deuda SEC 95 comprende también algunos instrumentos financieros, como los derivados financieros, otras cuentas pendientes de pago y las reservas técnicas de seguro, si procede. En cuanto a la valoración de los pasivos, la deuda SEC 95 se registra al valor de mercado, tal y como figura en el balance de las Administraciones Públicas.

El gráfico A muestra las ratios medias de deuda pública bruta en relación con el PIB de la zona del euro, en términos de deuda EDP y de deuda SEC 95, para el período 1999-2009. Al final de 2009, la ratio media de deuda EDP de la zona del euro se situaba en el 78,7% del PIB y la de la deuda SEC 95 en el 91,5% del PIB. Como puede observarse en el gráfico A, durante ese período la deuda SEC 95 fue, en promedio, en torno a un 12% del PIB superior a la deuda EDP, lo que puede explicarse, fundamentalmente, por diferencias de cobertura y valoración de los instrumentos. En particular, el nivel de deuda SEC 95 se ve afectado por variaciones en los rendimientos del mercado, dado que los pasivos se contabilizan al valor de mercado. Ello no ocurre con la deuda EDP, cuyos instrumentos financieros se registran a su valor nominal.

1 Tal y como se define en el Protocolo (nº 12) sobre el procedimiento aplicable en caso de déficit excesivo, anejo al Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea, y en el apartado 5 del artículo 1 del Reglamento (CE) nº 479/2009 del Consejo.

Gráfico A Deuda pública bruta y neta y activos financieros de las Administraciones Públicas de la zona del euro en el período 1999-2009

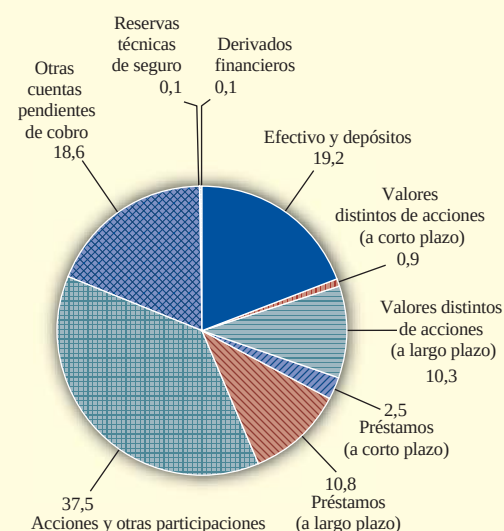
(en porcentaje del PIB)



Fuentes: Comisión Europea y BCE basado en Mink, R. y M. Rodríguez «The Measurement of Government Debt in the Economic and Monetary Union», Sexto Seminario de la Banca d'Italia sobre Finanzas Públicas, 2004.

Gráfico B Composición de los activos financieros de las Administraciones Públicas de la zona del euro en 2009

(en porcentaje)



Fuente: BCE.

Desde la perspectiva de la solvencia, también es interesante observar un indicador de deuda pública neta, en el que los activos financieros mantenidos por las Administraciones Públicas se restan de los pasivos. Para realizar esta operación, es necesario conocer el saldo de activos financieros. Los activos financieros de las Administraciones Públicas pueden incluir efectivo y depósitos, préstamos concedidos por el sector público, valores distintos de acciones, acciones y otras participaciones, reservas técnicas de seguro y otras cuentas pendientes de cobro. Estos activos financieros se contabilizan también al valor de mercado, tal y como figuran en el balance de las Administraciones Públicas. Como puede observarse en el gráfico A, el importe medio de los activos financieros mantenidos por las Administraciones Públicas de la zona del euro ha fluctuado entre el 30% y el 38% del PIB en los diez últimos años, situándose en torno al 38% del PIB al final de 2009. En otras palabras, el valor de mercado de los pasivos financieros de las Administraciones Públicas es más de dos veces superior al de sus activos financieros. Esta es la razón por la que la deuda pública neta media de la zona del euro, definida aquí como la deuda SEC 95 menos los activos financieros, ha oscilado en torno al 50% del PIB en la última década, alcanzando el 53,4% del PIB en 2009.

La composición de los activos financieros mantenidos por las Administraciones Públicas de la zona del euro en 2009 ha consistido, principalmente, en acciones y otras participaciones (cerca del 38% del total de activos financieros), efectivo y depósitos y otras cuentas pendientes de cobro (en ambos casos, alrededor de un 19%), préstamos (13%) y valores distintos de acciones (11%) (véase gráfico B). Los activos financieros mantenidos por las Administraciones Públicas solo constituyen, en parte, una reserva frente a los pasivos, ya que algunos de estos activos (por ejemplo, las acciones y otras participaciones invertidas en empresas públicas) no son líquidos, por lo que no pueden movilizarse rápidamente para amortizar la deuda bruta. Los activos financieros a corto

plazo, que se consideran activos líquidos, consisten en efectivo y depósitos, valores distintos de acciones a corto plazo, préstamos a corto plazo y otras cuentas pendientes de cobro, y representan cerca del 41% del total de activos financieros mantenidos por las Administraciones Públicas de la zona del euro.

El análisis de la deuda pública permite extraer tres conclusiones. En primer lugar, independientemente de la definición utilizada, la ratio media de deuda pública de la zona del euro, tanto en términos brutos como en términos netos, ha mostrado una tendencia ascendente desde 2008, registrando un aumento del 11% al 15% del PIB en los dos últimos años. En segundo lugar, la deuda neta media de la zona del euro es elevada, lo que implica que los activos financieros mantenidos por las Administraciones Públicas no constituyen una reserva suficiente, debido, especialmente, a que algunos de estos activos no son líquidos. En tercer lugar, cada medida de la deuda arroja luz sobre aspectos específicos de la misma. En particular, el concepto de deuda bruta es útil para analizar el riesgo de refinanciación a corto plazo de las Administraciones Públicas, mientras que tanto el concepto de deuda bruta como el de deuda neta pueden servir para evaluar la solvencia a largo plazo. De forma ideal, también sería interesante medir la riqueza neta de las Administraciones Públicas, que podría definirse como el saldo contable del total de activos y pasivos (financieros y no financieros) de las Administraciones Públicas. Sin embargo, esto no se puede hacer actualmente, al no disponerse de datos relativos a los activos financieros de las Administraciones Públicas.

6 PROYECCIONES MACROECONÓMICAS ELABORADAS POR LOS EXPERTOS DEL EUROSISTEMA PARA LA ZONA DEL EURO

A partir de los datos disponibles hasta el 27 de mayo de 2010, los expertos del Eurosistema han elaborado una serie de proyecciones sobre la evolución macroeconómica de la zona del euro¹. Apoyándose en la perspectiva de una recuperación económica mundial, el crecimiento medio anual del PIB real se situará entre el 0,7% y el 1,3% en 2010 y entre el 0,2% y el 2,2% en 2011. La inflación seguirá siendo moderada en el horizonte de las proyecciones y se verá atenuada por la atonía predominante en la zona del euro. La tasa media de inflación general medida por el IAPC se situará entre el 1,4% y el 1,6% en 2010 y entre el 1,0% y el 2,2% en 2011

Recuadro 8

SUPUESTOS TÉCNICOS RELATIVOS A LOS TIPOS DE INTERÉS, LOS TIPOS DE CAMBIO, LOS PRECIOS DE LAS MATERIAS PRIMAS Y LAS POLÍTICAS FISCALES

Los supuestos técnicos relativos a los tipos de interés y a los precios de las materias primas energéticas y no energéticas se basan en las expectativas de los mercados consideradas hasta el 20 de mayo de 2010¹. El supuesto sobre los tipos de interés a corto plazo tiene un carácter puramente técnico. Dichos tipos se miden por el EURIBOR a tres meses, y las expectativas de los mercados se basan en los tipos de interés de los futuros. Esta metodología implica un nivel general medio de los tipos de interés a corto plazo del 0,8% en 2010 y del 1,1% en 2011. Las expectativas de los mercados referidas al rendimiento nominal de la deuda pública a diez años de la zona del euro se traducen en un nivel medio del 3,9% en 2010, que aumentará hasta el 4,2% en 2011. El escenario de referencia de las proyecciones tiene en cuenta la reciente mejora de las condiciones de financiación y considera que, en el período abarcado por las proyecciones, los diferenciales de los préstamos bancarios respecto de los tipos de interés antes mencionados disminuirán ligeramente. Del mismo modo, se considera que las condiciones crediticias se suavizarán de forma gradual en el período contemplado. En cuanto a las materias primas, sobre la base de la trayectoria implícita en los mercados de futuros en las dos semanas previas a la fecha de cierre de los datos, se estima que los precios del petróleo se situarán, en promedio, en 79,5 dólares estadounidenses por barril en 2010 y en 83,7 en 2011. Los precios de las materias primas no energéticas en dólares estadounidenses aumentarán previsiblemente en un 17,9% en 2010, seguido de un incremento más modesto del 1,2% en 2011.

Se parte del supuesto de que en el horizonte abarcado por las proyecciones los tipos de cambio bilaterales permanecerán estables en los niveles medios registrados en el período de diez días laborables anterior a la fecha de cierre de los datos, lo que implica que el tipo de cambio entre el euro y el dólar estadounidense será de 1,30 en 2010 y de 1,26 en 2011, y que el tipo de cambio efectivo del euro se depreciará, en promedio, un 6,4% en 2010 y un 1,8% adicional en 2011.

1 Los supuestos relativos a los precios del petróleo y de los alimentos se basan en los precios de los futuros hasta finales de 2011. Los supuestos referidos a otras materias primas reflejan los precios de los futuros hasta finales de 2010 y, a partir de entonces, una evolución acorde con la actividad económica mundial.

2 Las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema han sido preparadas conjuntamente por los expertos del BCE y de los bancos centrales nacionales de la zona del euro, y constituyen una aportación semestral a la valoración que el Consejo de Gobierno realiza sobre la evolución económica y sobre los riesgos para la estabilidad de precios. En la publicación titulada «A guide to Eurosystem staff macroeconomic projections exercises» (BCE, junio del 2001), disponible en la dirección del BCE en Internet, se facilita más información sobre los procedimientos y técnicas utilizados. Con objeto de expresar el grado de incertidumbre que rodea las proyecciones, se presentan, para cada variable, intervalos basados en las diferencias entre las cifras observadas y las proyecciones elaboradas en los últimos años. La amplitud de estos intervalos es dos veces el valor absoluto medio de dichas diferencias. La técnica utilizada, que prevé una corrección para tener en cuenta acontecimientos excepcionales, se explica en la publicación titulada «New procedure for constructing Eurosystem and ECB staff projection ranges» (BCE, diciembre de 2009) que también puede consultarse en la dirección del BCE en Internet.

Los supuestos relativos a la política fiscal se basan en los planes presupuestarios nacionales de cada uno de los países de la zona del euro a fecha de 27 de mayo de 2010 e incluyen todas las medidas que ya han sido aprobadas por los parlamentos nacionales o que han sido concretadas por los Gobiernos y probablemente se aprueben tras su tramitación legislativa.

ENTORNO INTERNACIONAL

Las perspectivas de la economía mundial han continuado recuperándose, con mayor fortaleza de lo previsto en las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE de marzo. Respecto al futuro, el crecimiento mundial registrará una desaceleración transitoria en el segundo semestre de 2010, como reflejo del debilitamiento de algunos de los factores que inicialmente apoyaron la recuperación, como las políticas de estímulo y el ciclo de existencias. Posteriormente, la normalización de la situación financiera y algunas mejoras en la confianza y en el mercado de trabajo apoyarán la actividad mundial. El crecimiento de la economía mundial se mantendrá por debajo de tendencias pasadas en 2010 y 2011, dado que las economías avanzadas, en particular, están experimentando una recuperación débil tras la crisis financiera. El PIB real mundial fuera de la zona del euro aumentará en un 4,7% en 2010 y en un 4,1% en 2011. El crecimiento de los mercados de exportación de la zona del euro se situará en el 8,6% en 2010 y en el 6,0% en 2011.

PROYECCIONES RELATIVAS AL CRECIMIENTO DEL PIB REAL

El PIB real registró un leve crecimiento en el primer trimestre de 2010. Los datos disponibles sugieren que las existencias contribuyeron notablemente al crecimiento, mientras que otros factores, como el fin de los incentivos oficiales a la compra de vehículos o las condiciones meteorológicas adversas, ralentizaron el crecimiento de la demanda interna. En el segundo trimestre, el crecimiento del PIB real será considerablemente más vigoroso, beneficiándose entre otros factores de un repunte de la actividad de construcción. Sin embargo, durante el resto de 2010, el crecimiento se mantendrá moderado, debido a que los factores que lo impulsaron temporalmente en la fase inicial de la recuperación —como los estímulos fiscales y el ciclo de existencias— perderán fortaleza. Más adelante, la recuperación económica cobrará intensidad, apoyada por el aumento gradual de la demanda interna. Los efectos retardados de las medidas de política monetaria y los importantes esfuerzos dirigidos a restablecer el funcionamiento del sistema financiero apoyarán la actividad durante todo el horizonte abarcado por las proyecciones. No obstante, el crecimiento en 2010 y 2011 seguirá siendo más débil que antes de la recesión debido a que continúan siendo necesarios ajustes en los balances en algunos sectores, al tiempo que el elevado desempleo, el ahorro por motivo precaución y el modesto crecimiento de la renta desaniman el consumo privado. Estas perspectivas también tienen en cuenta los ajustes fiscales en curso dirigidos al reestablecimiento y la consolidación de la confianza en la sostenibilidad a medio plazo. En términos anuales, tras un descenso del 4,1% en 2009, se espera que el PIB real aumente entre un 0,7% y un 1,3% en 2010 y entre un 0,2% y un 2,2% en 2011.

Específicamente, entre los componentes nacionales del PIB, la inversión privada no residencial seguirá siendo bastante débil en 2010, limitada por la elevada capacidad excedente, las débiles e inciertas perspectivas de demanda, la baja rentabilidad y las restricciones financieras, pero se recuperará con lentitud posteriormente. Tras cierta volatilidad a corto plazo relacionada con factores meteorológicos a principios de 2010, la inversión residencial seguirá siendo moderada, debido a los ajustes que se están produciendo en los mercados de la vivienda en algunos países. Conforme a los planes fiscales anunciados en varios países de la zona del euro y su posterior retirada, se estima que la inversión pública en términos reales se estabilizará en 2010 y se reducirá drásticamente el año siguiente.

El crecimiento del consumo privado aumentará ligeramente en 2010 y seguirá recuperándose progresivamente el año siguiente. En general, las rentas reales se verán afectadas por la debilidad del crecimen-

Cuadro 10 Proyecciones macroeconómicas para la zona del euro(tasas medias de variación anuales) ^{1), 2)}

	2009	2010	2011
IAPC	0,3	1,4 - 1,6	1,0 - 2,2
PIB real	-4,1	0,7 - 1,3	0,2 - 2,2
Consumo privado	-1,2	-0,2 - 0,4	-0,2 - 1,6
Consumo público	2,6	0,3 - 1,3	-0,3 - 1,1
Formación bruta de capital fijo	-10,8	-3,4 - -1,2	-2,1 - 2,7
Exportaciones (bienes y servicios)	-13,2	5,5 - 9,1	1,1 - 7,9
Importaciones (bienes y servicios)	12,0	3,8 - 7,0	0,4 - 6,8

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

2) Los datos se refieren a los dieciséis países de la zona del euro.

to del empleo proyectado. Paralelamente, la tasa de ahorro se mantendrá en un nivel considerablemente superior al anterior a la crisis, ya que sigue existiendo cierto ahorro por motivo precaución en un contexto de elevada incertidumbre económica y perspectivas modestas de crecimiento de la renta. No obstante, la tasa de ahorro se reducirá ligeramente a medida que la situación económica mejore gradualmente.

Las exportaciones de la zona del euro se recuperaron hacia finales del año pasado y volvieron a aumentar vigorosamente a principios de 2010. En el horizonte de las proyecciones, la recuperación de las exportaciones continúa, impulsada por la demanda exterior y el aumento de la competitividad. En consecuencia, el comercio neto contribuirá positivamente al crecimiento del PIB en 2010 y 2011.

Como reflejo del ajuste retardado frente a la acusada caída del producto registrada hasta mediados de 2009 y de la moderada recuperación esperada de la actividad económica, así como de las rigideces salariales a la baja, la tasa de desempleo aumentará hasta principios de 2011 antes de estabilizarse.

Fundamentalmente como reflejo del impacto de la crisis, el crecimiento potencial será modesto, aunque se recuperará ligeramente durante el horizonte de las proyecciones. Esto es resultado del aumento del desempleo estructural, las menores tasas de actividad y el fuerte descenso de la inversión, que afecta al volumen de capital. Sin embargo, la magnitud de esos efectos presenta un alto grado de incertidumbre, que en el caso de las proyecciones sobre crecimiento potencial, y por consiguiente sobre la brecha de producción, es aún mayor de lo habitual. Pese a ello, se espera que la brecha de producción estimada se reduzca ligeramente aunque manteniéndose en niveles negativos en el horizonte de las proyecciones.

PROYECCIONES SOBRE PRECIOS Y COSTES

Tras una vigorosa recuperación en marzo de 2010, la tasa general de inflación medida por el IAPC seguirá aumentando ligeramente en el segundo semestre de 2010, impulsada principalmente por efectos de base derivados de anteriores descensos de los precios de los alimentos. Más adelante, la inflación se moderará ligeramente, en consonancia con el descenso estimado de la tasa de crecimiento de los precios de la energía. En cambio, la tasa de crecimiento del IAPC excluidos los alimentos y la energía aumentará gradualmente en el horizonte de las proyecciones, estimulada por mejoras en la actividad y el mercado de trabajo. La tasa media de inflación anual se situará entre el 1,4% y el 1,6% en 2010 y entre el 1,0% y el 2,2% en 2011.

Más detalladamente, las presiones exteriores sobre los precios aumentarán en 2010, como reflejo, en general, de la trayectoria prevista de los precios de las materias primas y la depreciación del euro, pero

Cuadro 11 Comparación con las proyecciones de marzo de 2010

(tasas medias de variación anuales)

	2010	2011
PIB real - Marzo 2010	0,4 - 1,2	0,5 - 2,5
PIB real - Junio 2010	0,7 - 1,3	0,2 - 2,2
IAPC - Marzo 2010	0,8 - 1,6	0,9 - 2,1
IAPC - Junio 2010	1,4 - 1,6	1,0 - 2,2

disminuirán en 2011. En cuanto a las presiones internas sobre los precios, el crecimiento de la remuneración por hora se reducirá drásticamente en 2010 y posteriormente sólo se espera un aumento modesto y gradual. Este perfil general de salarios moderados, en combinación con la fuerte recuperación de la productividad del trabajo proyectada, conlleva una desaceleración sustancial de las tasas de crecimiento de los costes laborales unitarios en 2010, seguida de un limitado repunte. Por su parte, los márgenes de beneficios se recuperarán significativamente en 2010, y continuarán creciendo a un ritmo estable posteriormente, apoyándose en la recuperación de la actividad y las perspectivas de crecimiento moderado de los salarios.

COMPARACIÓN CON LAS PROYECCIONES DE MARZO DE 2010

Por lo que respecta al crecimiento del PIB real, el intervalo proyectado para 2010 se ha revisado al alza en comparación con el publicado en el Boletín Mensual de marzo de 2010, lo que refleja un nivel de demanda a corto plazo más dinámico de lo esperado anteriormente. Al mismo tiempo, el intervalo para 2011 se ha corregido a la baja, debido fundamentalmente a las revisiones a la baja de las perspectivas de demanda interna.

En cuanto a la inflación medida por el IAPC, el intervalo proyectado para 2010 se sitúa cerca del límite superior del publicado en marzo, mientras que el intervalo para 2011 es ligeramente más alto que en las proyecciones anteriores. Esta revisión al alza está relacionada fundamentalmente con los efectos de unos supuestos más sólidos sobre los precios de las materias primas en euros.

Recuadro 9
PREVISIONES DE OTRAS INSTITUCIONES

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

Según las previsiones de otras instituciones actualmente disponibles, el PIB real de la zona del euro crecerá en un intervalo comprendido entre el 0,9% y el 1,2% en 2010 y entre el 1,5% y el 1,8% en 2011. Todas esas previsiones se encuadran dentro de los intervalos estimados en las proyecciones de los expertos del Eurosistema.

Comparaciones entre previsiones de crecimiento del PIB real y de la inflación medida por el IAPC de la zona del euro

(tasas medias de variación anuales)

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

Fuentes: Previsiones económicas de la Comisión Europea, primavera de 2010; Perspectivas de la Economía Mundial del FMI, abril de 2010; *Economic Outlook de la OCDE* de mayo de 2010; Consensus Economics Forecasts y encuesta del BCE a expertos en previsión económica.

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

Por lo que se refiere a la inflación, las previsiones disponibles de otras instituciones estiman que la tasa media de inflación anual medida por el IAPC se situará en un intervalo comprendido entre el 1,1% y el 1,5% en 2010 y entre el 1,0% y el 1,7% en 2011. Estas previsiones acerca de la inflación también están en consonancia con los intervalos estimados en las proyecciones de los expertos del Eurosistema.

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

7.1 TIPOS DE CAMBIO

En un entorno de aumento de la volatilidad implícita, el euro ha seguido depreciándose, en términos efectivos nominales, en los tres últimos meses. Esta depreciación ha sido generalizada.

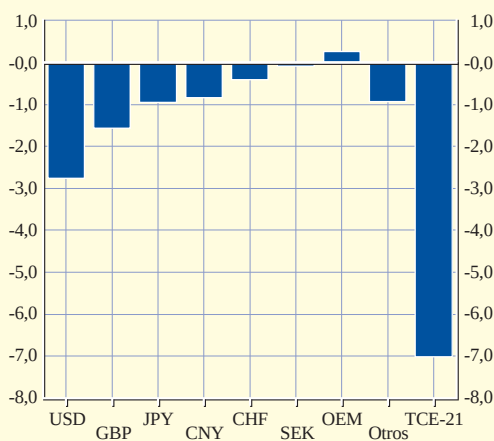
Gráfico 56 Tipo de cambio efectivo del euro (TCE-21) y sus componentes¹⁾

(datos diarios)

Índice: I 1999 = 100



Contribuciones a las variaciones del TCE-21²⁾
Del 26 de febrero de 2010 al 9 de junio 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).

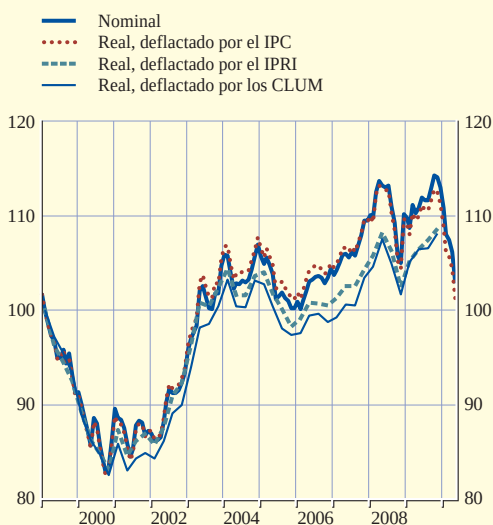
2) Se muestran las contribuciones a las variaciones del TCE-21 correspondientes a cada una de las monedas de los seis principales socios comerciales de la zona del euro. La categoría «Otros Estados miembros (OEM)» se refiere a la contribución agregada de las monedas de los Estados miembros que no pertenecen 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.

TIPO DE CAMBIO EFECTIVO DEL EURO

En los tres últimos meses, el euro ha seguido una trayectoria de depreciación generalizada, en términos efectivos nominales, situándose en un nivel muy inferior a la media de 2009 (véase gráfico 56). El 9 de junio, 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 7% por debajo del nivel observado a finales de febrero y un 10,4% por debajo de la media de 2009. La depreciación del euro, que ha sido especialmente pronunciada frente al dólar estadounidense y frente al yen japonés, ha ido acompañada de un fuerte incremento de la volatilidad implícita de los tipos de cambio de la moneda única frente a otras principales monedas, tanto en el horizonte de corto plazo como en el de largo plazo.

Gráfico 57 Tipos de cambio efectivos nominal y real del euro (TCE-21)¹⁾

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



Fuente: BCE.

1) Un aumento de los índices de los TCE-21 supone una apreciación del euro. Las observaciones mensuales más recientes corresponden a mayo de 2010. En el caso de los TCE-21 reales basados en los CLUM, la última observación, basada en parte en estimaciones, corresponde al cuarto trimestre de 2009.

Por lo que respecta a los indicadores de competitividad internacional en términos de precios y costes de la zona del euro, en abril de 2010, el tipo de cambio efectivo real del euro, basado en los precios de consumo, se situó en torno a un 5,6% por debajo de la media de 2009 (véase gráfico 57).

DÓLAR ESTADOUNIDENSE/EURO

En el período de tres meses transcurrido hasta el 9 de junio, el euro continuó depreciándose frente al dólar estadounidense (véase gráfico 58) situándose en un nivel observado por última vez a principios de 2006, muy por debajo de la media de 2009. Durante el mismo período, la volatilidad implícita del tipo de cambio entre el dólar estadounidense y el euro aumentó, registrando un pronunciado cambio de tendencia al alza a principios de mayo, especialmente en el horizonte de corto plazo (véase gráfico 58). El aumento de la volatilidad en todo el horizonte de contratos de opciones disponibles (hasta un año) sugiere que los participantes en los mercados tampoco esperan que se produzca un descenso de la incertidumbre en el medio plazo. Un aumento de la incertidumbre en los mercados de esa naturaleza normalmente se traduce en la búsqueda de activos más seguros que, tradicionalmente, beneficia al dólar estadounidense. El 9 de junio, el euro cotizaba a 1,20 dólares estadounidenses, un 11,5% por debajo del nivel de finales de febrero y en torno a un 13,9% por debajo de la media de 2009.

YEN JAPONÉS/EURO

Tras apreciarse en 2009, el euro comenzó a depreciarse frente al yen japonés a comienzos de 2010. Durante los tres meses transcurridos hasta el 9 de junio, el euro siguió depreciándose frente a la moneda japonesa, revirtiendo totalmente la apreciación registrada en 2009 y situándose en un nivel no observado desde finales de 2001. El 9 de junio, el euro cotizaba a 110 yenes por euro, un 9% por debajo del nivel de finales de febrero y un 15,6% por debajo de la medida de 2009. Durante el mismo período, la volatilidad implícita del tipo de cambio entre las dos monedas aumentó de forma pronunciada para situarse en niveles observados por última vez en el primer trimestre de 2009 (gráfico 58).

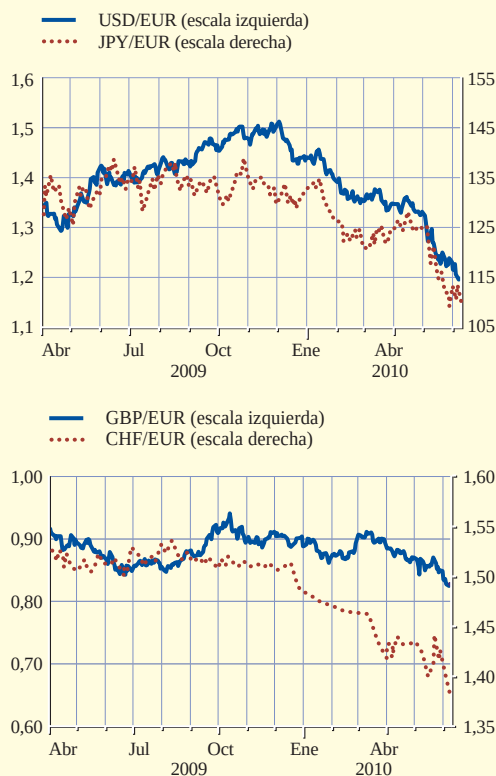
MONEDAS DE LOS ESTADOS MIEMBROS DE LA UE

En los tres últimos meses, las monedas que participan en el MTC II se han mantenido, en general,

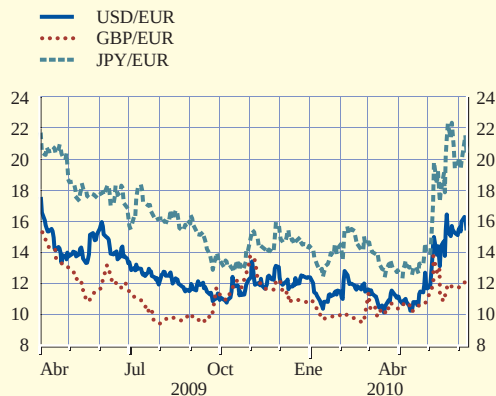
Gráfico 58 Evolución de los tipos de cambio y volatilidades implícitas

(datos diarios)

Tipos de cambio



Volatilidades implícitas del tipo de cambio (a tres meses)



Fuentes: Bloomberg y BCE.

estables frente al euro, cotizando al tipo de cambio correspondiente a las respectivas paridades centrales o en torno a dichas paridades (véase gráfico 59). Al mismo tiempo, el lats letón ha seguido situándose en la zona débil de la banda de fluctuación de $\pm 1\%$ establecida unilateralmente.

Por lo que respecta a las monedas de los Estados miembros de la UE que no participan en el MTC II, el euro se ha depreciado frente a la libra esterlina (un 7,5%) en los tres últimos meses, cotizando, el 9 de junio, a 0,83 libras. Al mismo tiempo, la volatilidad implícita del tipo de cambio entre la libra y el euro aumentó en el horizonte de corto plazo (véase gráfico 58). Además, el euro se apreció frente al zloty polaco (3,6%) y frente al forint húngaro (4,4%).

OTRAS MONEDAS

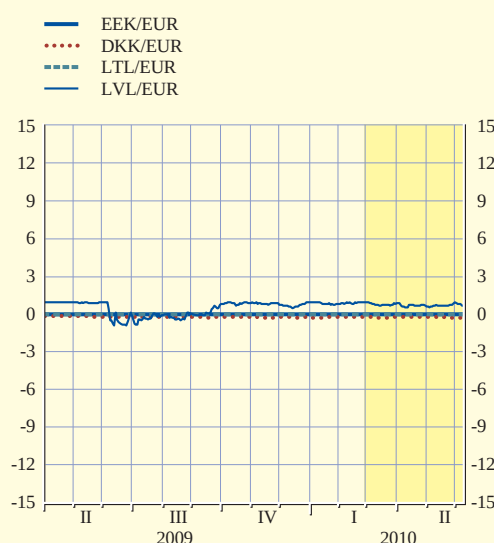
El euro se depreció frente al franco suizo, registrando una caída de alrededor del 6% en los tres meses transcurridos hasta el 9 de junio, para situarse en 1,38 francos suizos. Durante el mismo período, los tipos de cambio bilaterales del euro frente al renminbi chino y el dólar de Hong Kong siguieron una evolución paralela a la del tipo de cambio del euro frente al dólar estadounidense. En este período, y pese al fuerte repunte observado a mediados de mayo, el euro se depreció frente a las principales monedas de países productores de materias primas, como el dólar canadiense (un 12,7%) y el dólar australiano (un 5%).

7.2 BALANZA DE PAGOS

El comercio de bienes con países no pertenecientes a la zona del euro continuó su expansión en el primer trimestre de 2010. En marzo, el déficit por cuenta corriente de la zona del euro, acumulado de doce meses, se redujo a 41,7 mm de euros (alrededor del 0,5% del PIB). En la cuenta financiera, el descenso de las entradas netas en el agregado de inversiones directas y de cartera hasta un total acumulado de 147,4 mm de euros en el año transcurrido hasta marzo, es atribuible a la reducción de las entradas netas de inversiones de cartera.

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

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

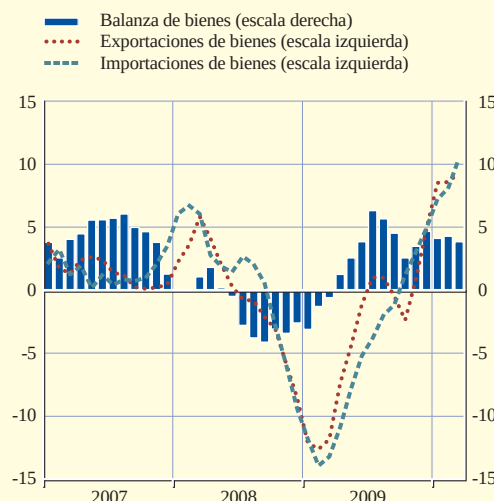


Fuente: BCE.

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

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

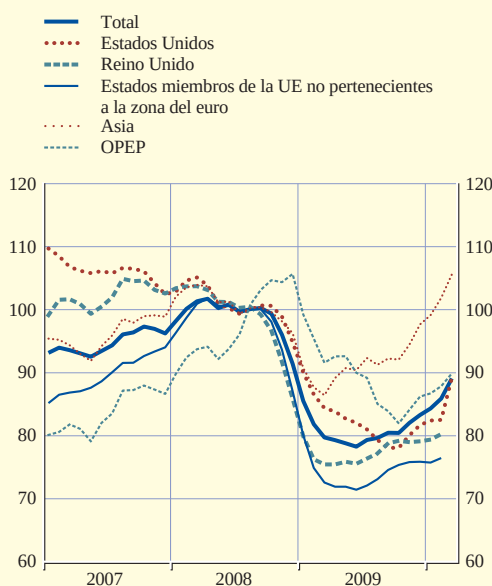
(tasas de variación intertrimestral; mm de euros; para la balanza de bienes, media móvil de tres meses; datos ajustados por días laborales y, para la balanza de bienes, datos mensuales desestacionalizados)



Fuente: BCE.

Gráfico 61 Exportaciones reales a algunos socios comerciales no pertenecientes a la zona del euro

(índices: tercer trimestre de 2008 = 100; datos desestacionalizados; medias móviles de tres meses)

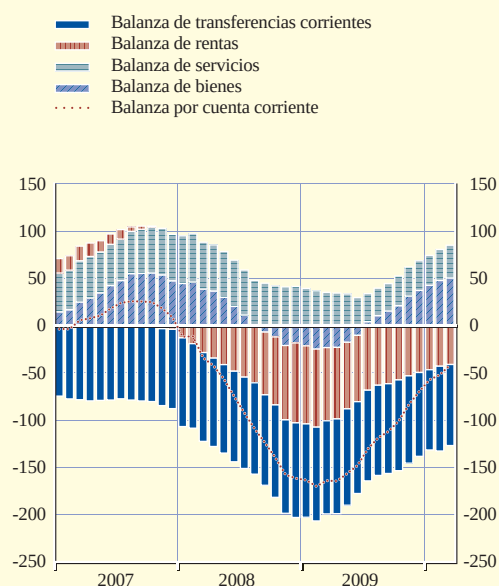


Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: Las observaciones más recientes corresponden a marzo de 2010, salvo en el caso de los Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro y el Reino Unido (febrero de 2010). El agregado Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro no incluye Dinamarca, Suecia ni el Reino Unido.

Gráfico 62 Principales partidas de la balanza por cuenta corriente

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



Fuente: BCE.

COMERCIO Y BALANZA POR CUENTA CORRIENTE

Tras el repunte experimentado a finales de 2009, el comercio de bienes con países no pertenecientes a la zona del euro siguió recuperándose a un ritmo cada vez más rápido en el primer trimestre de 2010. En comparación con el trimestre anterior, las exportaciones de bienes aumentaron, en términos nominales, a una tasa del 9,3% (véanse gráfico 60 y cuadro 12), cifra muy superior a la media intertrimestral de largo plazo. El crecimiento de las exportaciones estuvo determinado, principalmente, por un nuevo repunte de la demanda exterior que se debió, en parte, a los efectos sostenidos de las medidas de estímulo fiscal y a un prolongado ciclo de existencias en los países con los que comercia la zona del euro. Concretamente, aumentaron las exportaciones a Asia, Estados Unidos y la OPEP, al tiempo que se estabilizaron las exportaciones al Reino Unido y a otros Estados miembros de la UE (véase gráfico 61). Además, debido a la depreciación del euro, es probable que a los exportadores de la zona del euro les haya beneficiado una evolución más favorable de los precios de exportación en comparación con sus principales competidores. La desagregación disponible de las exportaciones nominales de la zona del euro en volúmenes y precios indica que el reciente aumento de las exportaciones tuvo su origen, principalmente, en un incremento de las exportaciones en términos reales, mientras que los precios de exportación se recuperaron a un ritmo más moderado.

En comparación con el cuarto trimestre de 2009, las importaciones nominales de bienes provenientes de fuera de la zona del euro también experimentaron un pronunciado aumento en el primer trimestre de 2010, creciendo a una tasa del 10,5% y superando de forma considerable la tasa media de crecimiento inter-

Cuadro 12 Principales partidas de la balanza de pagos de la zona del euro

(datos desestacionalizados, salvo indicación en contrario)

			Media móvil de tres meses Período que finalizó en				Cifras acumuladas de 12 meses hasta	
	2010 Feb	2010 Mar	II	2009 III	IV	2010 I	2009 I	2010 I
<i>mm de euros</i>								
Cuenta corriente	-4,5	1,7	-5,8	-3,6	-3,0	-1,5	-164,0	-41,7
Bienes	5,3	3,8	3,8	4,5	4,7	3,8	-23,2	50,5
Exportaciones	119,0	126,4	105,9	105,4	110,5	120,8	1.491,2	1.327,9
Importaciones	113,7	122,7	102,1	100,9	105,9	117,0	1.514,4	1.277,3
Servicios	3,6	4,0	1,8	2,7	3,4	3,6	35,2	34,6
Exportaciones	38,7	39,9	38,8	38,4	39,5	39,3	508,0	468,1
Importaciones	35,2	35,9	37,0	35,7	36,1	35,7	472,7	433,5
Rentas	-1,5	-0,9	-4,2	-4,0	-3,9	-1,5	-77,5	-41,1
Transferencias corrientes	-11,9	-5,1	-7,2	-6,9	-7,2	-7,3	-98,6	-85,7
Cuenta financiera¹⁾	4,5	0,9	3,6	-4,2	-1,3	6,6	185,2	14,4
Total inversiones directas y de cartera netas	8,1	-37,8	23,7	18,1	18,4	-11,2	188,5	147,4
Inversiones directas netas	0,6	-25,4	0,1	-7,9	-2,6	-9,3	-198,3	-59,0
Inversiones de cartera netas	7,5	-12,4	23,6	26,1	21,0	-1,9	386,8	206,4
Acciones y participaciones	5,0	-5,4	12,9	16,6	4,9	6,9	-126,5	124,0
Valores distintos de acciones	2,5	-6,9	10,7	9,4	16,2	-8,8	513,3	82,5
Bonos y obligaciones	-0,9	-6,7	1,8	-15,5	5,8	-6,7	266,9	-44,1
Instrumentos del mercado monetario	3,4	-0,2	8,9	25,0	10,4	-2,1	246,4	126,6
Falta traducción	0,1	41,4	-27,2	-21,0	-21,6	-27,2	4,6	-156,1
<i>variaciones porcentuales sobre el período anterior</i>								
Bienes y servicios								
Exportaciones	0,8	5,5	-1,9	-0,6	4,4	6,7	-2,8	-10,2
Importaciones	-1,3	6,5	-4,5	-1,8	3,9	7,6	0,9	-13,9
Bienes								
Exportaciones	1,6	6,3	-1,1	-0,5	4,9	9,3	-3,9	-11,0
Importaciones	-0,8	7,9	-5,2	-1,2	5,0	10,5	0,1	-15,7
Servicios								
Exportaciones	-1,6	3,0	-3,9	-1,1	2,9	-0,5	0,5	-7,9
Importaciones	-2,9	2,0	-2,4	-3,5	1,0	-0,9	3,7	-8,3

Fuente: BCE.

Nota: Pueden producirse discrepancias, debido al redondeo.

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

trimestral observada en el pasado. Al parecer, la expansión de las importaciones de bienes estuvo respaldada, entre otros factores, por la demanda de insumos intermedios, inducida por las exportaciones. Al mismo tiempo, es posible que la depreciación del euro haya tenido un efecto moderador sobre las importaciones.

A diferencia del comercio de bienes con países no pertenecientes a la zona del euro, el comercio de servicios parece haber perdido impulso en el primer trimestre de 2010. En tasas intertrimestrales, las exportaciones y las importaciones nominales de servicios se redujeron un 0,5% y un 0,9%, respectivamente, tras aumentar ligeramente en los meses anteriores.

En conjunto, debido a que el crecimiento de las importaciones fue más sólido que el de las exportaciones, el superávit comercial de la balanza de bienes y servicios se redujo en el primer trimestre de 2010 en comparación con el trimestre precedente. No obstante, en cifras acumuladas de doce meses, dicho superávit se incrementó, contribuyendo así al descenso del déficit por cuenta corriente (véase gráfico 62). De hecho, en el año transcurrido hasta marzo, el déficit por cuenta corriente acumulado se situó en 41,7 mm de euros (alrededor del 0,5% del PIB), en comparación con los 164 mm de euros contabiliza-

dos un años antes. Ello es atribuible no solo a la mejora de la balanza comercial de bienes y servicios, sino también al descenso de los déficits de las balanzas de rentas y transferencias corrientes.

De cara al futuro, los indicadores disponibles sugieren que las exportaciones de bienes a países no pertenecientes a la zona del euro seguirán creciendo en el corto plazo. El índice de carteras de pedidos exteriores de la encuesta a directores de compras del sector manufacturero de la zona del euro se mantuvo muy por encima del umbral de 50 que separa la expansión de la contracción, a pesar de haber descendido ligeramente en los últimos meses. No obstante, podría producirse cierta pérdida de impulso a medida que se desvanezca el impacto de los factores transitorios que afectan a la demanda exterior, como las medidas de estímulo fiscal y el respaldo del ciclo de existencias.

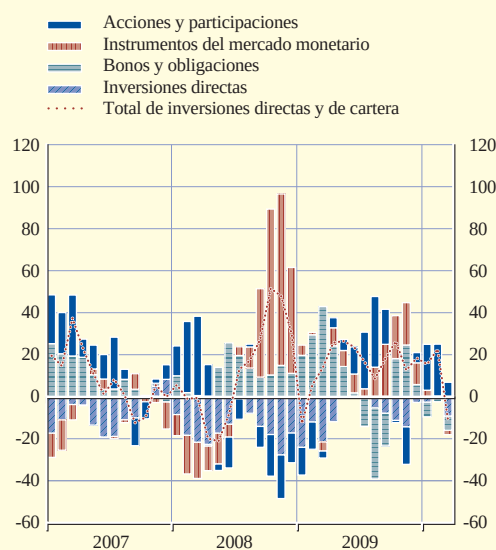
CUENTA FINANCIERA

En el primer trimestre de 2010, la zona del euro registró, en promedio, salidas netas mensuales en el agregado de inversiones directas y de cartera por importe de 11,2 mm de euros, en comparación con las entradas netas de 18,4 mm de euros contabilizadas en el trimestre anterior (véase gráfico 63). Esta evolución refleja, principalmente un cambio de signo en las inversiones de cartera, que pasaron de unas entradas netas de 21 mm de euros a unas salidas netas de 1,9 mm de euros, como resultado, básicamente, de un cambio de signo, de entradas netas a salidas netas, en los valores distintos de acciones. Considerando la evolución en más detalle, se observa que el significativo aumento de las inversiones de residentes en la zona del euro en valores de renta fija extranjeros, especialmente en bonos y obligaciones, se intensificó por la reducción de las entradas de recursos financieros en forma de valores distintos de acciones adquiridos por no residentes. Por el contrario, las entradas netas de acciones y participaciones aumentaron ligeramente en un clima de renovado apetito por el riesgo entre los inversores internacionales. Al mismo tiempo, mientras que las entradas de inversión directa extranjera mostraron signos de desaceleración, las salidas netas de este tipo de inversiones ascendieron hasta 9,3 mm de euros en el primer trimestre de 2010, desde los 2,6 mm de euros registrados en el último trimestre de 2009.

Desde una perspectiva de más largo plazo, en el año transcurrido hasta marzo, la zona del euro registró menores entradas netas en el agregado de inversiones directas y de cartera, que ascendieron a 147,4 mm de euros, en comparación con los 188,5 mm de euros contabilizados un año antes (véase cuadro 12). Este descenso es atribuible, en gran medida, a una disminución de las entradas netas de inversiones de cartera que, a su vez, oculta cambios significativos en las transacciones transfronterizas de los mercados de renta fija y de renta variable. Concretamente, durante el año 2009 y en el primer trimestre de 2010, el cambio en las preferencias que favoreció a los activos de bajo riesgo, incluidos la deuda a corto plazo y los bonos del Estado, perdió impulso en vista de las perspectivas más favorables de la economía mundial y de la mejora de las condiciones en los mercados financieros. Ello se tradujo en un descenso significativo de las entradas netas de valores distintos de acciones —principalmente como resultado de la disminución de las compras de

Gráfico 63 Principales partidas de la cuenta financiera

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



Fuente: BCE.

valores de renta fija de la zona del euro por parte de inversores extranjeros en comparación con los máximos registrados en 2008—, que contrarrestó con creces el cambio de signo, de salidas netas a entradas netas, de los flujos de acciones y participaciones. El impacto de la crisis financiera sobre el nivel y la composición de los flujos financieros transfronterizos de la zona del euro se analiza con más detalle en el recuadro 10.

En conjunto, en el período de doce meses transcurrido hasta marzo, la zona del euro registró un descenso de las entradas netas en la cuenta financiera hasta 14,4 mm de euros. Dicho descenso es atribuible a la reducción de las entradas netas del agregado de inversiones directas y de cartera y al cambio de signo, de entradas netas a salidas netas, en la partida de otras inversiones.

Recuadro 10

LAS TURBULENCIAS FINANCIERAS Y LOS FLUJOS FINANCIEROS TRANSFRONTERIZOS DE LA ZONA DEL EURO

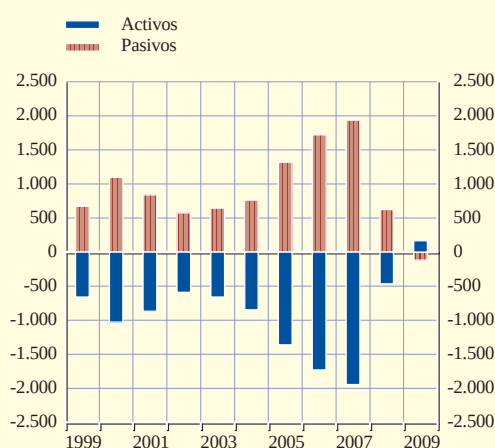
Las turbulencias financieras que se iniciaron en el verano de 2007 y se intensificaron en el otoño de 2008 afectaron significativamente a los saldos externos de la zona del euro, tanto a través del comercio exterior como de los canales financieros. Aunque la evolución del comercio exterior se ha analizado con detalle en anteriores ocasiones¹, este recuadro se centra en el impacto de la crisis financiera sobre el nivel y la composición de las transacciones financieras transfronterizas de la zona del euro y en la evolución de estos flujos en el posterior período de recuperación económica mundial².

En los años que precedieron a la crisis financiera, las compras transfronterizas de activos financieros, tanto por parte de residentes de la zona del euro en el exterior (activos) como de no residentes en la zona del euro (pasivos) registraron un fuerte incremento, especialmente en el período comprendido entre 2005 y mediados de 2007 (véase gráfico A). Este incremento tuvo su origen, en parte, en la innovación financiera a nivel mundial y en el uso generalizado, por parte de varias instituciones financieras, de nuevos instrumentos de transferencia del riesgo, como la deuda titulizada y otros contratos de derivados. Además, la mayor profundización de la integración financiera a escala mundial ha contribuido también al aumento de la demanda de activos externos, junto con la escasa aversión al riesgo por parte de los inversores y con las favorables condiciones macroeconómicas.

La intensificación de la crisis financiera en el otoño de 2008 marcó un alto en el aumento de los flujos financieros transfronterizos, tanto en el ac-

Gráfico A Cuenta financiera de la zona del euro

(mm de euros; flujos anuales)



Fuente: BCE.

Nota: La cuenta financiera incluye la inversión directa, la inversión de cartera, los derivados financieros, otras inversiones y los activos de reserva. Entradas (+); salidas (-).

¹ Véase, por ejemplo, el recuadro titulado «Evolución reciente del comercio de la zona del euro», en el Boletín Mensual de febrero de 2010.

² Obsérvese que en este recuadro se presentan los flujos externos agregados de la zona del euro. El análisis excluye los flujos entre países miembros de la zona.

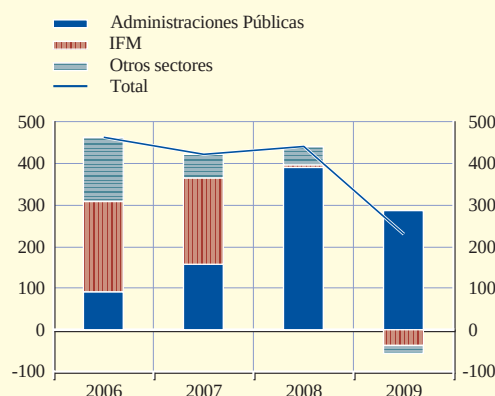
tivo como en el pasivo de la cuenta financiera de la zona del euro. En conjunto, en 2008 se registró una significativa reducción de las transacciones financieras exteriores realizadas por residentes y no residentes en la zona del euro, que afectó a todos los tipos de inversores tanto del sector bancario como del sector no bancario y a toda la gama de inversiones o instrumentos.

Varias circunstancias excepcionales amplificaron la reducción —o, en algunos casos, dieron lugar a una desinversión (es decir, desapalancamiento)— de las inversiones transfronterizas de residentes y no residentes en la zona del euro durante la crisis. En primer lugar, la falta de liquidez resultante del colapso de los mercados interbancario y de bonos de titulización se tradujo, inicialmente, en significativas ventas (liquidaciones) de otros activos para obtener efectivo. En segundo lugar, el aumento de la incertidumbre y la información asimétrica entre prestamistas y prestatarios alteró las percepciones de riesgo de los inversores, al tiempo que estimuló, en cierta medida, el comportamiento gregario. Las necesidades de liquidez excepcionalmente altas y el aumento de la aversión al riesgo se sumaron a una amplia reestructuración de los balances provocada por la preocupación por la solvencia. Como resultado, aumentó el «sesgo nacional», manifestado en la intensa repatriación de fondos, y ganaron importancia los movimientos relacionados con la «huida hacia la calidad». En conjunto, todos estos factores no solo dieron lugar a una reducción de las transacciones transfronterizas relacionadas con las inversiones directas, las inversiones de cartera y las otras inversiones, sino también a cambios en la composición de los flujos de cartera transfronterizos de la zona del euro, que se manifestaron concretamente en trasvases de: i) valores de renta variable a valores de renta fija; ii) valores de renta fija a largo plazo a valores de renta fija a corto plazo, y iii) valores privados a deuda pública, como puede observarse, por ejemplo, en el gráfico B, en el que aparecen las inversiones extranjeras en valores de renta fija emitidos por diversos sectores de la zona del euro.

A medida que la economía mundial comenzó a dar señales de estabilización en 2009, algunas de las tendencias de los flujos financieros transfronterizos de residentes y no residentes en la zona del euro observadas durante la crisis se atenuaron o incluso se revirtieron. Por lo que respecta a las inversiones de cartera, los activos de menor riesgo, incluidos los valores de renta fija a corto plazo y la deuda

Gráfico B Inversión extranjera en valores de renta fija de la zona del euro por sectores

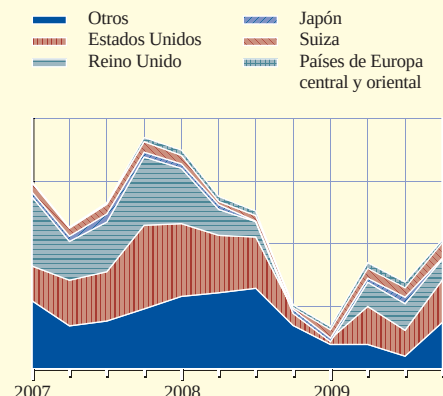
(mm de euros; flujos anuales)



Fuente: BCE.
Nota: IFM denota las instituciones financieras monetarias, incluido el Eurosistema.

Gráfico C Distribución geográfica de las entradas de inversión directa en la zona del euro

(mm de euros; flujos acumulados de cuatro trimestres)



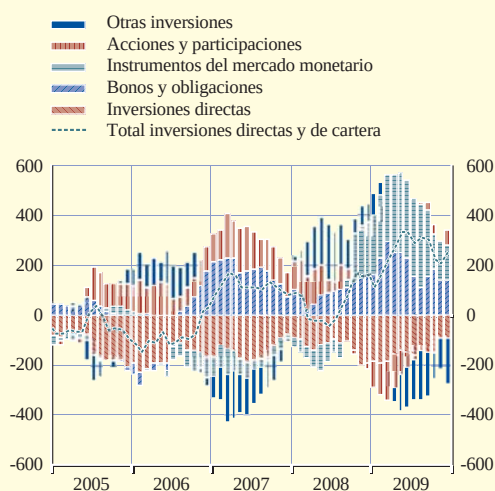
Fuente: BCE.

pública, perdieron parte de su atractivo en 2009, en vista de las perspectivas económicas mundiales más favorables y de la mejora de la situación en los mercados financieros. Al mismo tiempo, el proceso de desapalancamiento internacional iniciado por residentes y no residentes en la zona del euro en 2008 tocó a su fin, por lo que respecta a los valores de renta variable, como consecuencia de un repunte parcial del apetito por el riesgo entre los inversores. No obstante, el desapalancamiento ha seguido siendo notable en los préstamos y depósitos transfronterizos, como se refleja en los flujos de «otras inversiones» de la cuenta financiera de la zona del euro. La necesidad de reforzar las posiciones de capital y reducir la exposición internacional al riesgo determinó, en gran medida, la continua desinversión en activos exteriores y la reducción de los pasivos transfronterizos por parte del sector bancario de la zona del euro. De la misma manera, la necesidad de ajustar los balances y reembolsar la deuda dio lugar, por primera vez desde 1999, a un descenso de los activos y los pasivos transfronterizos en los préstamos y depósitos del sector no bancario de la zona del euro. Por último, las inversiones directas —que se moderaron, pero mostraron una mayor capacidad de resistencia que otras formas de capital privado durante la crisis— dieron algunas señales de recuperación en 2009. Las inversiones directas en la zona del euro repuntaron de nuevo, pero siguieron siendo muy reducidas, especialmente las provenientes de Reino Unido y Estados Unidos (véase gráfico C). Al mismo tiempo, se estabilizaron las inversiones de los residentes de la zona del euro en el exterior.

En resumen, la crisis financiera introdujo cambios significativos en el tamaño y la composición de los flujos financieros transfronterizos, tanto de residentes como de no residentes en la zona del euro. Las fuertes necesidades de liquidez, el aumento de la aversión al riesgo y la reestructuración generalizada de los balances provocaron una notable reducción o un proceso de desinversión en toda la gama de inversiones o instrumentos. Como resultado, la zona del euro registró un pronunciado incremento de las entradas netas del agregado de inversiones directas y de cartera en 2008, que refleja, en gran medida, las fuertes entradas netas de bonos y obligaciones y de instrumentos del mercado monetario, que compensaron las salidas netas de inversiones directas y de inversiones de cartera en forma de acciones y participaciones. Al mismo tiempo, la partida «otras inversiones» de la cuenta financiera de la zona del euro registró entradas netas como resultado de las operaciones de inyección de liquidez en dólares estadounidenses realizadas por el BCE³ (véase gráfico D). No obstante, en 2009, las principales tendencias en la actividad financiera transfronteriza observadas durante la crisis se moderaron o incluso se revirtieron. El cambio de signo de inversiones de cartera en renta variable, de salidas netas a entradas netas, y la reducción de las salidas netas de inversiones directas contrarrestaron con creces la notable disminución de

Gráfico D Principales partidas de la cuenta financiera de la zona del euro

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



Fuente: BCE.

Nota: La observación más reciente corresponde a diciembre de 2009. Entradas netas (+); salidas netas (-).

3 Al intensificarse la crisis en septiembre de 2008, se registraron fuertes presiones en los mercados de financiación en dólares estadounidenses. El BCE puso en marcha acuerdos de compraventa de divisas con pacto de recompra a plazo de carácter temporal (línea swap) con la Reserva Federal, que le permitieron realizar operaciones de inyección de liquidez en dólares estadounidenses con sus entidades de contrapartida, respaldadas por activos de garantía admitidos por el Eurosistema.

las compras netas de valores de renta fija de la zona del euro por parte de inversores extranjeros en comparación con los máximos registrados en 2008. En conjunto, como consecuencia de esta evolución, se produjo un aumento aún mayor de las entradas netas del agregado de inversiones directas y de cartera en 2009. Al mismo tiempo, la partida de otras inversiones contabilizó salidas netas, como consecuencia de la reversión de las operaciones de inyección de liquidez en dólares estadounidenses realizadas por el BCE un año antes y en el contexto de un proceso continuo de desapalancamiento de la banca.

De cara al futuro, los flujos financieros transfronterizos de la zona del euro podrían mantenerse, durante cierto tiempo, por debajo de los niveles observados antes de la crisis, mientras continúe la reestructuración de los balances por parte de los residentes y los no residentes en la zona del euro. Tras el aumento de la actividad financiera internacional antes de la crisis, podría producirse una normalización de los flujos financieros transfronterizos en niveles algo más bajos. Los flujos financieros transfronterizos trimestrales movilizados por residentes y no residentes en la zona del euro en el primer trimestre de 2010 se situaron, de hecho, por debajo de las respectivas medias de largo plazo. Aunque, recientemente, se ha producido un repunte del apetito por el riesgo y una consiguiente reactivación de las transacciones transfronterizas de valores de renta variable, existen dudas acerca de la continuidad de esas tendencias en el corto plazo. Además, ello depende, en gran medida, de las perspectivas de la economía mundial y, especialmente, de la evolución de las finanzas públicas en varias regiones del mundo.