

EVOLUCIÓN ECONÓMICA Y MONETARIA

I ENTORNO EXTERIOR DE LA ZONA DEL EURO

La recuperación de la economía mundial se ha hecho cada vez más autosostenida desde finales de 2010, aunque persisten las divergencias en las pautas de crecimiento entre países y regiones. Al mismo tiempo, las presiones inflacionistas también están repuntando a escala mundial, estimuladas en particular por los precios más altos del petróleo y de las materias primas distintas del petróleo. Aunque las tasas de inflación siguen estando contenidas hasta ahora en las economías avanzadas, se ha producido un aumento gradual en el segundo semestre de 2010 y a principios de 2011. En las economías emergentes dinámicas e intensivas en energía, las tasas de inflación se han incrementado notablemente y, en algunos países, han comenzado a observarse presiones de recalentamiento.

I.1 EVOLUCIÓN DE LA ECONOMÍA MUNDIAL

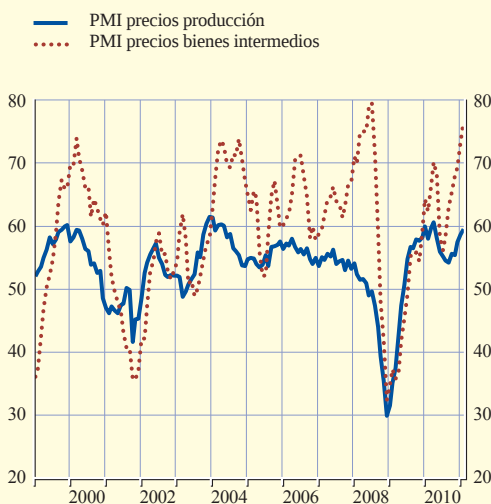
El crecimiento de la economía mundial cobró de nuevo impulso en el último trimestre del año pasado, tras cierta moderación transitoria del ritmo de recuperación en el tercer trimestre de 2010. Al mismo tiempo, los países y regiones presentan diferencias en cuanto a su posición cíclica y los últimos datos publicados sobre el PIB subrayan la desigual velocidad de recuperación de las distintas economías. En Estados Unidos, la recuperación continuó en el último trimestre de 2010, respaldada por el repunte de la demanda privada y el comercio. En Japón y Reino Unido, la actividad real se contrajo hacia finales de 2010, principalmente como consecuencia de la expiración de las medidas adoptadas por el Gobierno en Japón y de las desfavorables condiciones climatológicas imperantes en Reino Unido. En general, la necesidad de sanear en mayor medida los balances del sector privado, sumada a la debilidad de los mercados de trabajo, sigue siendo un lastre para el crecimiento de las economías avanzadas. Esta situación contrasta con la observada en las economías emergentes en rápido crecimiento, muchas de las cuales están funcionando casi a plena capacidad y están empezando a manifestarse ya presiones de recalentamiento en varios países. Pese a la retirada gradual de las políticas fiscales y monetarias de apoyo, las economías emergentes de Asia siguieron registrando un crecimiento dinámico en el cuarto trimestre de 2010, respaldadas por la solidez de la demanda interna y la inversión en capital fijo. En América Latina, debido al impacto decreciente de las medidas de estímulo y del ciclo de existencias, la dinámica de crecimiento ha avanzado a un ritmo más sostenible en el segundo semestre de 2010.

Los datos más recientes apuntan a que la recuperación económica es cada vez más generalizada, registrándose tasas de expansión más rápidas tanto en el sector manufacturero como en el sector servicios. La evidencia más reciente basada en los indicadores también muestra que la actividad económica a escala mundial siguió cobrando impulso en los dos primeros meses de 2011. El índice PMI global de producción de manufacturas y servicios aumentó hasta 59,5 en febrero (desde 58,7 en enero) y actualmente se sitúa en el nivel más alto registrado desde abril de 2010. Este repunte ha venido acompañado también de un incremento del componente de nuevos pedidos del índice PMI, lo que indica que las perspectivas de la actividad económica son favorables.

En consonancia con la actividad global, el crecimiento del comercio mundial repuntó durante el último trimestre de 2010. Según los últimos datos disponibles, el comercio mundial registró una expansión del 1,8%, en términos reales, en diciembre de 2010, en comparación con el mes anterior, tras registrar un incremento similar en noviembre. Este incremento refleja, en gran medida, el aumento de la demanda de importaciones de las economías emergentes, especialmente de China y de India. Los indicadores basados en las encuestas sugieren que la consolidación del impulso del comercio mundial ha continuado en 2011, habiéndose registrado otra expansión de los nuevos pedidos del índice PMI global en febrero. En el recuadro 1 se analiza la importancia de la zona del euro como destino de exportación.

Gráfico 1 PMI: sector manufacturero mundial

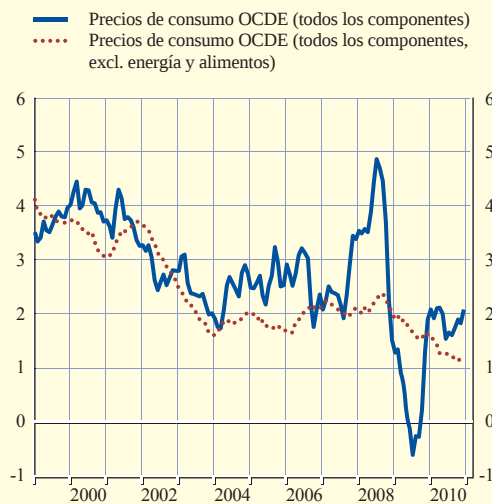
(datos mensuales; índice de difusión)



Fuente: Markit.

Gráfico 2 Evolución internacional de los precios

(datos mensuales; tasas de variación interanual)



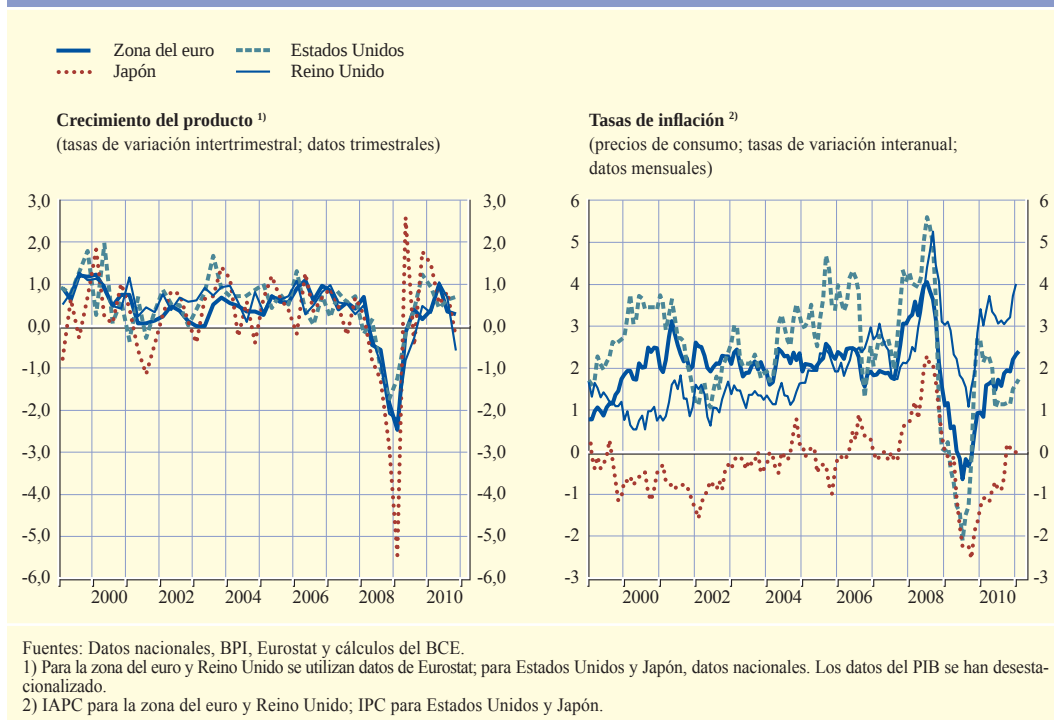
Fuente: OCDE.

A lo largo de 2010, el alza de los precios del petróleo y de las materias primas distintas del petróleo hizo que se intensificasen las presiones inflacionistas tanto en las economías avanzadas como en los mercados emergentes. No obstante, en consonancia con las divergencias en las pautas de crecimiento y las diferencias en las cestas de consumo, las tasas de inflación también han seguido trayectorias diferentes en cada país y región. En las economías avanzadas, las tasas de inflación aumentaron gradualmente en la segunda mitad de 2010 y a comienzos de 2011, pero hasta ahora siguen estando contenidas. Ello refleja la holgada capacidad productiva sin utilizar que aún persiste. No obstante, las presiones latentes han ido en aumento en los últimos meses, sobre todo en las primeras etapas de la producción, debido, en gran medida, al alza de los precios de las materias primas, como se observa en la evolución del índice PMI global de precios de los bienes intermedios del sector manufacturero, que alcanzó, en febrero de 2011, el nivel máximo de los dos últimos años y medio (véase gráfico 1). En el conjunto de la OCDE, la inflación interanual medida por los precios de consumo se elevó hasta el 2,1 % en el año transcurrido hasta diciembre de 2010, desde el 1,8 % registrado en noviembre. Excluidos la energía y los alimentos, los precios de consumo aumentaron un 1,2 % en diciembre, sin variación con respecto a noviembre (véase gráfico 2). Por el contrario, en las economías emergentes dinámicas las tasas de inflación han aumentado como consecuencia del sólido crecimiento y del alza de los precios de las materias primas.

ESTADOS UNIDOS

En Estados Unidos, la recuperación económica continuó en el cuarto trimestre de 2010, tras la moderación del ritmo de crecimiento experimentada en torno a mediados del año. La segunda estimación publicada por la Oficina de Análisis Económico indica que el crecimiento intertrimestral del PIB real se situó en el 0,7 % (2,8 % en tasa anualizada) en el cuarto trimestre, frente al 0,6 % y el 0,4 % registrados, respectivamente, en los dos trimestres anteriores (véase gráfico 3). La expansión observada en el cuarto trimestre de 2010 refleja un ritmo más sólido de crecimiento del gasto en consumo y una contribución positiva del comercio, dado que las exportaciones siguieron creciendo y las importaciones se redujeron. También aumentó la inversión en bienes de equipo y *software*, aunque a un ritmo más lento que en tri-

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



mestres anteriores. Por el contrario, la notable contribución negativa de la acumulación de existencias fue un lastre para el crecimiento. El papel cada vez más destacado de la demanda interna como factor subyacente de crecimiento —a diferencia de factores transitorios, como el impulso de la acumulación de existencias— podría ser una señal de que la recuperación se encamina hacia una trayectoria más autosostenida.

De cara al futuro, las perspectivas de crecimiento a corto plazo siguen siendo favorables, en un clima de mejora de la confianza empresarial y de los consumidores, condiciones de financiación cada vez más favorables y continuidad de las políticas monetarias y fiscales expansivas. Los datos de alta frecuencia correspondientes a los dos primeros meses de 2011 indican que continuará la mejora de la actividad económica. Con todo, las altas tasas de paro, la necesidad de seguir saneando los balances de los hogares y la persistente falta de dinamismo del mercado de trabajo siguen siendo un lastre para la recuperación. La atonía seguirá dominando, probablemente, durante algún tiempo la evolución de la actividad y los precios en el mercado de la vivienda, como consecuencia de la persistencia de elevadas tasas de morosidad hipotecaria y del exceso de oferta de viviendas. Se prevé que el conjunto de nuevas medidas fiscales anunciado en diciembre de 2010 —que incluye, entre otras cosas, una prórroga de las prestaciones por desempleo y de los anteriores recortes impositivos— respaldará las perspectivas de crecimiento en el corto plazo, aunque al mismo tiempo está haciendo que aumente la inquietud de los mercados respecto a la evolución de las finanzas públicas.

Las presiones inflacionistas, pese a haberse intensificado algo recientemente, siguen estando en general contenidas. La inflación interanual, medida por el IPC, aumentó del 1,5% en diciembre al 1,6% en enero. El incremento de los precios de consumo siguió reflejando, principalmente, el impacto del alza de los precios de la energía y los alimentos. Excluyendo estos dos componentes, la inflación también

aumentó en enero, hasta el 1 %, lo que indica que la inflación subyacente podría haber dejado atrás sus valores mínimos. La evolución de los costes de la vivienda sigue afectando a la inflación general, ya que la inflación interanual medida por el IPC, excluida la vivienda, se situó en el 2,1 % en enero. De cara al futuro, se prevé que la todavía holgada —aunque decreciente— capacidad productiva sin utilizar que registra la economía seguirá manteniendo bajas las presiones inflacionistas subyacentes.

En su comunicado del 26 de enero de 2011, el Comité de Operaciones de Mercado Abierto de la Reserva Federal señalaba que la recuperación económica continúa, aunque a un ritmo que ha resultado insuficiente para que se produzca una mejora significativa de la situación del mercado de trabajo. En un contexto de elevado desempleo y bajas tasas de inflación subyacente, el Comité siguió pronosticando que la situación económica probablemente justifique que el tipo de interés de los fondos federales se mantenga en niveles excepcionalmente bajos durante un período prolongado. Además, mantuvo su plan de adquisición de valores del Tesoro a más largo plazo por importe de 600 mm de dólares estadounidenses hasta finales del segundo trimestre de 2011, a fin de respaldar la recuperación económica.

JAPÓN

En Japón, tras el sólido crecimiento registrado en los tres primeros trimestres de 2010, la actividad económica se contrajo en el cuarto trimestre. Según una estimación provisional de la Oficina Económica del Gobierno, el PIB real se redujo un 0,3 % en tasa intertrimestral en el cuarto trimestre de 2010, principalmente como resultado de una acusada caída del consumo personal tras la retirada de los incentivos para la adquisición de automóviles eficientes y el descenso de las ventas de cigarrillos a raíz de la subida de los precios del tabaco en octubre. Además, las exportaciones registraron una contracción en el cuarto trimestre. La caída del PIB en el cuarto trimestre fue menor de lo previsto, debido a la capacidad de resistencia de la inversión residencial y de capital y a la positiva contribución de las existencias. En conjunto, el PIB real se situó en 2010 un 3,9 % por encima del nivel registrado un año antes, en parte como resultado de las medidas de estímulo fiscal y de los aumentos de la demanda externa. De cara al futuro, los indicadores de alta frecuencia más recientes apuntan a una mejora del clima económico y a un gradual fortalecimiento de la economía a partir de comienzos de 2011. Esta evolución está siendo impulsada por la aceleración de la actividad en el sector manufacturero y el crecimiento de la demanda externa, principalmente de las economías emergentes de Asia.

La inflación interanual, medida por el IPC, se mantuvo estable en enero, sin variación con respecto a diciembre. Excluidos los alimentos frescos, la inflación medida por el IPC se redujo un 0,2 %, frente a un descenso del 0,4 % en diciembre, mientras que si se excluyen la energía y los alimentos frescos, la caída es del 0,6 %, frente a un descenso del 0,7 % en diciembre. En conjunto, la inflación general ha estado determinada, en parte, por la evolución de los precios de las materias primas en los últimos meses. El 15 de febrero de 2011, el Banco de Japón decidió mantener sin variación, entre el 0,0 % y el 0,1 %, el objetivo fijado para los tipos de interés de los préstamos a un día sin garantía.

REINO UNIDO

En el Reino Unido la recuperación económica se interrumpió en el cuarto trimestre de 2010. Según estimaciones provisionales, el PIB real se redujo un 0,6 % en el cuarto trimestre de 2010, tras crecer un 0,7 % en el tercer trimestre y un 1,1 % en el segundo (véase gráfico 3). Atribuido en parte al mal tiempo imperante en diciembre, el descenso del producto en el cuarto trimestre fue generalizado en todos los componentes del gasto. Los precios de la vivienda han mantenido su tendencia a la baja en los últimos trimestres, en un contexto de moderación de la demanda en el mercado de la vivienda. De cara al futuro, los ajustes de las existencias, las medidas de estímulo monetario, la demanda externa y la anterior depreciación de la libra esterlina deberían respaldar la actividad económica. No obstante, se prevé que el

crecimiento de la demanda interna seguirá estando limitado por las restrictivas condiciones de concesión de crédito, el ajuste de los balances de los hogares y las sustanciales restricciones presupuestarias.

La inflación medida por el IPC ha seguido siendo elevada en los últimos meses: en enero de 2011 ascendió hasta el 4 %, desde el 3,7 % de diciembre, principalmente como consecuencia de los efectos retardados de la depreciación de la libra esterlina, el incremento de los precios de las materias primas y el aumento del tipo impositivo del IVA en enero de 2011. De cara al futuro, estos factores probablemente seguirán ejerciendo presiones al alza sobre la inflación interanual medida por el IPC. En los últimos trimestres, el Comité de Política Monetaria del Bank of England ha mantenido en el 0,5 % el tipo de interés oficial al que se remuneran las reservas de las entidades de crédito. El Comité también votó a favor de mantener el volumen de compras de activos financiadas mediante la emisión de reservas del banco central en 200 mm de libras esterlinas.

OTROS PAÍSES DE LA UE

En conjunto, la situación económica ha seguido mejorando en los últimos trimestres en los otros países de la UE no pertenecientes a la zona del euro, mientras que la inflación ha evolucionado de forma dispar. En el cuarto trimestre de 2010, el PIB real creció a una tasa intertrimestral del 1,2 % en Suecia y se redujo un 0,4 %, también en tasa intertrimestral, en Dinamarca. La recuperación parece ser especialmente vigorosa en Suecia, respaldada por la demanda externa y por el consumo interno en un contexto de fuerte crecimiento del empleo. En Dinamarca, la recuperación se interrumpió en el cuarto trimestre, ya que la demanda exterior neta frenó el crecimiento del PIB, mientras que el consumo privado siguió aumentando al 0,8 %. Las tasas de inflación interanual se han mantenido, en general, estables en los últimos meses, alcanzando niveles del 1,4 % en Suecia y del 2,6 % en Dinamarca en enero de 2011.

La recuperación de la actividad económica en los países más grandes de la UE de Europa Central y Oriental ha cobrado nuevo impulso en los últimos trimestres, aunque el ritmo de crecimiento varía de unos países a otros. La recuperación ha venido impulsada, principalmente, por la demanda externa, mientras que la demanda interna se ha visto limitada por la frágil situación de los mercados de trabajo, el alza de los precios de las materias primas, la necesidad de desapalancamiento —especialmente, en el sector bancario— y por los efectos a corto plazo de la consolidación fiscal. En la República Checa, el PIB real se está recuperando de forma sostenida, habiendo registrado una expansión, en tasa intertrimestral, del 0,5 % en el cuarto trimestre. En Hungría, el crecimiento del PIB real se situó en el 0,2 % en el cuarto trimestre, aunque la recuperación sigue siendo un tanto frágil, debido a la incertidumbre que rodea a las políticas económicas del Gobierno. En Rumanía, el crecimiento del PIB real aumentó en el cuarto trimestre (0,1 % en tasa intertrimestral). No obstante, la situación macroeconómica sigue siendo relativamente frágil en la medida en que el ajuste fiscal en curso deprime la demanda interna en el corto plazo. En Polonia, el PIB real prosiguió su expansión a una tasa intertrimestral del 0,8 % en el cuarto trimestre. A diferencia de la mayoría de los otros países de la región, el crecimiento del producto en Polonia estuvo determinado, en gran medida, por la demanda interna, como consecuencia del aumento del consumo privado, respaldado por una situación más sólida del mercado de trabajo y por las medidas fiscales. De cara al futuro, los indicadores de corto plazo sugieren que la recuperación continuará probablemente en la mayoría de los países y que la demanda interna desempeñará un papel cada vez más destacado como factor determinante. La inflación ha repuntado en todos los países de la región en los últimos meses, como consecuencia del alza de los precios de la energía y de los alimentos. En la República Checa y Polonia, la inflación interanual medida por el IAPC se situó, respectivamente, en el 1,9 % y en el 3,5 % en enero. En Hungría, la inflación ha seguido fluctuando entre el 4 % y el 5 % en los últimos meses. En Rumanía, se ha mantenido en niveles elevados —7 % en enero—, reflejando, en parte, el impacto de la subida del IVA introducida a mediados de 2010. De cara al futuro, es probable que la

inflación repunte de nuevo a medida que el alza de precios de las materias primas y los cambios en la fiscalidad se transmitan a los precios de consumo. Al mismo tiempo, la capacidad excedente de producción podría atenuar las presiones inflacionistas.

En los países más pequeños de la UE no pertenecientes a la zona del euro (Bulgaria, Letonia y Lituania), la actividad económica se está recuperando, debido a la solidez de la demanda externa y a la consiguiente recuperación de la producción industrial. Al mismo tiempo, la demanda interna sigue siendo relativamente moderada. De cara al futuro, se espera que continúe la recuperación económica, aunque la acusada debilidad del mercado de trabajo y las restrictivas condiciones de concesión de crédito seguirán lastrando la demanda interna. La inflación también ha aumentado en los últimos meses en estos países, situándose, en enero de 2011, en el 4,3 % en Bulgaria, en el 3,5 % en Letonia y en el 2,8 % en Lituania.

OTROS PAÍSES EUROPEOS

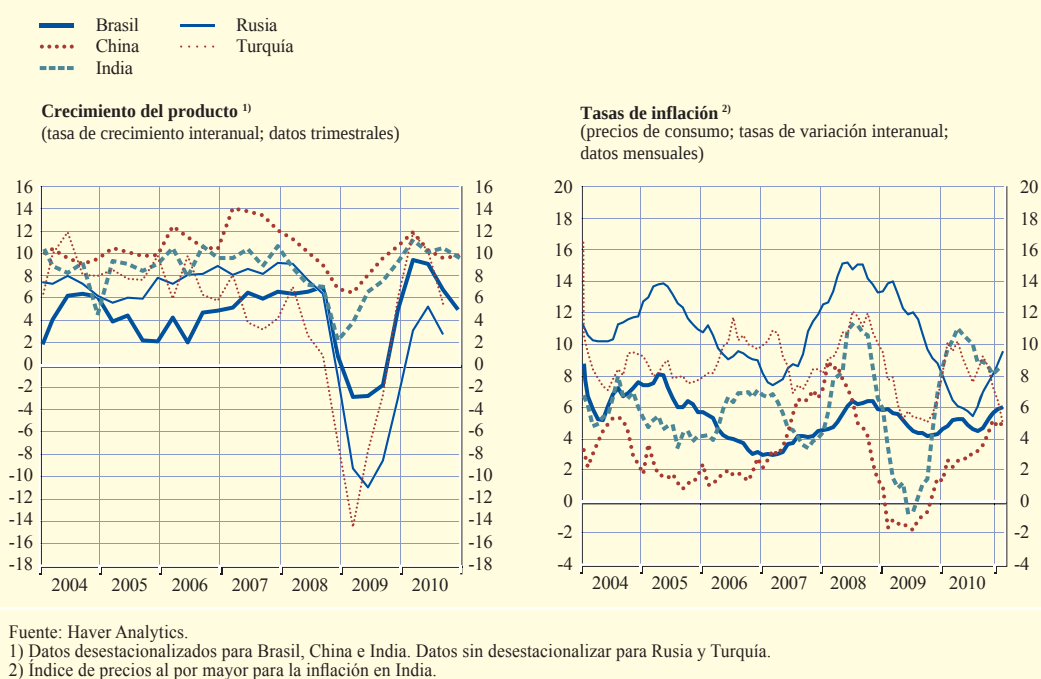
La economía turca creció con gran dinamismo en los tres primeros trimestres de 2010. El PIB creció alrededor de un 5,5 %, en tasa interanual, en el tercer trimestre de 2010, respaldado por la demanda interna (véase gráfico 4). La información disponible confirma la continuación de esta tendencia en el último trimestre de 2010. La inflación interanual se situó en el 4,9 % en enero de 2011, frente al 6,4 % de diciembre. A finales de 2010 y comienzos de 2011, el banco central de la República de Turquía retiró las medidas de liquidez excepcionales y elevó las exigencias de reservas, al tiempo que, a fin de desincentivar la afluencia de capital a corto plazo, redujo el tipo *repo* a una semana del 7 % al 6,25 %. En general, las perspectivas de la economía turca siguen siendo positivas, como consecuencia de las medidas de estímulo monetario y fiscal y de la mejora de la demanda interna. No obstante, el aumento del déficit por cuenta corriente y la posibilidad de súbitos cambios de signo de las entradas de capital constituyen potenciales riesgos a la baja.

En Rusia, la recuperación de la actividad económica se interrumpió en el tercer trimestre de 2010 como resultado del negativo impacto de la excepcional ola de calor que afectó al país. No obstante, debido al carácter transitorio de esta perturbación, el crecimiento repuntó de nuevo hacia finales del año, como se desprende de los indicadores adelantados. Según estimaciones provisionales, el PIB real creció alrededor del 4 % en 2010. La inflación interanual siguió aumentando y se situó en el 9,6 % en enero de 2011, principalmente como consecuencia de la evolución de los precios de los alimentos, que han registrado un continuo aumento a raíz de la ola de calor. El Banco de Rusia elevó sus principales tipos de interés oficiales en 25 puntos básicos con efecto a partir del 28 de febrero. El tipo principal de financiación se incrementó hasta el 8 %, mientras que el tipo de interés de sus operaciones de depósito se elevó hasta el 3 %. Al mismo tiempo, el Banco de Rusia aumentó las exigencias de reservas por segundo mes consecutivo y amplió la banda de fluctuación de la moneda. De cara al futuro, por ser Rusia uno de los exportadores más importantes de petróleo y gas, el ritmo de la recuperación dependerá probablemente de la evolución de los precios de las materias primas.

ECONOMÍAS EMERGENTES DE ASIA

Las economías emergentes de Asia siguieron registrando una sólida actividad económica en el cuarto trimestre de 2010, con tasas de crecimiento interanual del PIB real ligeramente más altas que las observadas en el tercer trimestre en la mayoría de los países. Aunque se están retirando gradualmente las políticas fiscales y monetarias de estímulo, el crecimiento económico en la región se ha visto impulsado, principalmente, por el consumo privado y la inversión en capital fijo, ya que las fuertes entradas netas de capital, incluida la inversión directa extranjera, han sostenido la demanda interna. En promedio, la contribución de la demanda exterior neta al crecimiento siguió siendo positiva en el cuarto trimestre, pero menor que en el primer semestre de 2010. Las tasas de inflación continúan siendo elevadas, en un entorno de aumento de

Gráfico 4 Evolución del producto y de la inflación en las principales economías emergentes



los precios de los alimentos y las materias primas y de solidez de la demanda interna. En consecuencia, la mayoría de los bancos centrales de la región han endurecido su política monetaria en los últimos meses.

En China, el PIB real creció a una tasa interanual del 10,3 % en 2010, lo que indica la capacidad de resistencia de la economía ante la retirada de las medidas de estímulo a lo largo de 2010 (véase gráfico 4). El sólido crecimiento económico estuvo determinado, principalmente, por el dinamismo de la inversión y las favorables condiciones de la demanda externa. En el último trimestre de 2010, la inflación interanual medida por el IPC aumentó hasta el 4,7 %, desde el 3,5 % del tercer trimestre, elevando así la tasa para el conjunto del año hasta el 3,3 % y sobrepasando el objetivo del 3 %. Debido a que el invierno fue más frío de lo normal y a los preparativos de la fiesta del Año Nuevo Lunar, los precios de los alimentos han vuelto a repuntar desde finales de diciembre. Además, se prevé que los elevados precios de las materias primas y la abundante liquidez interna mantengan altas las presiones inflacionistas en los próximos meses. El Banco Central de la República Popular China ha seguido dando una orientación más restrictiva a la política monetaria desde comienzos de 2011. Por tercera vez desde octubre de 2010, se han elevado con efectos a partir del 9 de febrero los tipos de interés de referencia a un año de los depósitos y de los préstamos en 25 puntos básicos, hasta el 3 % y el 6,06 %, respectivamente. Asimismo, para evitar que continúe la especulación en el mercado inmobiliario, el 28 de enero de 2011 se introdujo un impuesto sobre la propiedad en algunas grandes ciudades, que se suma a las medidas administrativas encaminadas a encarecer el coste de los préstamos hipotecarios.

En Corea del Sur, el PIB real mantuvo su ritmo de crecimiento y aumentó a una tasa interanual del 4,9 % en el cuarto trimestre de 2010, frente al 4,5 % del tercer trimestre. En relación con el tercer trimestre, la mayor fortaleza de la demanda exterior neta y la resistencia sostenida del consumo privado fueron los principales factores que contribuyeron al crecimiento, mientras que la inversión en construcción experimentó una contracción. La inflación interanual medida por el IPC aumentó en enero de 2011 y se situó

en el 4,1 %, cifra ligeramente superior a la banda del 2 % al 4 % fijada como objetivo por el Banco de Corea. Al mismo tiempo, el banco central elevó, por tercera vez desde julio de 2010, el tipo de interés oficial en 25 puntos básicos, hasta el 2,75 %, el 13 de enero de 2011.

En India, la actividad económica siguió siendo dinámica, con una tasa de crecimiento interanual del PIB real del 9,7 % en el último trimestre de 2010, frente al 10,5 % del tercer trimestre. La inflación interanual medida por los precios al por mayor, la medida de la inflación que utiliza el Banco de Reserva de India, siguió siendo elevada, situándose en el 8,2 % en enero. El Banco de Reserva de India siguió aplicando su estrategia de endurecimiento gradual de la política monetaria y elevó tanto el tipo *repo* inverso como el tipo *repo* en 25 puntos básicos, hasta el 5,50 % y el 6,50 %, respectivamente, el 27 de enero de 2011. Este es el séptimo aumento de los tipos de interés oficiales desde marzo de 2010.

El comportamiento económico de los países que integran la ASEAN-5 (Indonesia, Malasia, Filipinas, Singapur y Tailandia) siguió siendo dinámico en el último trimestre de 2010. En Indonesia, Malasia y Filipinas, el crecimiento económico en el cuarto trimestre estuvo determinado, principalmente, por el consumo privado, mientras que en Singapur y Tailandia se registró una fuerte contribución de la demanda exterior neta. Los tipos de interés oficiales se han elevado en los seis últimos meses en Indonesia y Tailandia.

Las perspectivas de las economías emergentes de Asia sugieren que se mantendrá el sólido impulso del crecimiento, acompañado de una robusta demanda interna. En este contexto, podrían suscitarse inquietudes por un posible recalentamiento, dado que se están cerrando las brechas de producción y se están intensificando las presiones inflacionistas. Por otro lado, cabe mencionar algunos posibles riesgos a la baja relacionados con la incertidumbre respecto a la demanda externa, un nuevo aumento de los precios de las materias primas y los efectos de los flujos de capital volátiles.

ORIENTE MEDIO Y ÁFRICA

El crecimiento económico en muchos países exportadores de petróleo de Oriente Medio y África experimentó una recuperación hasta niveles previos a la crisis en 2010, apoyado en la fuerte demanda de petróleo y en los elevados precios. Además, los niveles de deuda relativamente bajos y las abundantes reservas internacionales permitieron a los gobiernos mantener un notable respaldo fiscal, incluidos el gasto en infraestructuras y las medidas de apoyo a los sectores no petroleros. En el segundo semestre de 2010 aumentaron las presiones inflacionistas, pero las tasas de inflación se mantuvieron muy por debajo de los niveles observados antes de la crisis mundial.

En Arabia Saudita, los datos provisionales indican que el PIB real creció un 3,8 % en 2010 y que el sector público no petrolero creció más rápidamente que el resto de la economía. A diferencia de otras economías emergentes, la inflación, medida por los precios de consumo, ha ido descendiendo lentamente en Arabia Saudita desde agosto de 2010 y registró un aumento del 5,7 %, en tasa interanual, en el cuarto trimestre de 2010. En enero de 2011 descendió de nuevo hasta el 5,3 %.

En 2010, el crecimiento del PIB también repuntó en los países de la región no exportadores de petróleo. El aumento de la demanda y de los precios de las materias primas (distintas del petróleo), sumado a las políticas fiscales y monetarias acomodaticias, contribuyó a la recuperación. Aunque los precios de consumo aumentaron ligeramente en la mayoría de estos países en el cuarto trimestre de 2010, la evolución de la inflación sigue siendo moderada.

Se prevé que los sólidos resultados económicos obtenidos por la mayoría de los países de Oriente Medio y África en 2010 se mantengan, respaldados por el dinamismo de la demanda y los elevados precios

mundiales de las materias primas. No obstante, las tensiones geopolíticas que afectan a la región se han traducido en un aumento de la incertidumbre y de los riesgos a la baja para las perspectivas económicas. Un desafío adicional para los países no exportadores de petróleo es el relacionado con la posibilidad de que el considerable alza de los precios mundiales de la energía y los alimentos en los últimos meses se traduzca en tasas de inflación más altas o en un deterioro de los saldos presupuestarios, habida cuenta de los planes de subvenciones vigentes en esos países.

AMÉRICA LATINA

Tras registrar una sólida expansión en el primer semestre de 2010, los indicadores de alta frecuencia sugieren que la actividad económica en América Latina se moderó y creció a un ritmo más sostenible en el segundo semestre del año. La moderación del crecimiento se debió, principalmente, a la gradual retirada de las medidas de estímulo y a una normalización del ciclo mundial de existencias. Al mismo tiempo, las presiones inflacionistas se han intensificado en toda la región.

En México, el PIB real creció a una tasa interanual del 4,4% en el cuarto trimestre de 2010, frente al 5,3% del tercer trimestre. La inflación interanual, medida por los precios de consumo, fue más alta que en los trimestres anteriores, situándose en el 4,3% en el cuarto trimestre. En Argentina, la actividad económica sigue registrando un sólido crecimiento, respaldado por la fuerte demanda proveniente de Brasil, el mantenimiento de las políticas acomodaticias y el dinamismo de los precios de las materias primas. Como resultado, la producción industrial siguió creciendo rápidamente en el cuarto trimestre de 2010 (10,6% por encima del nivel observado un año antes). La inflación interanual media, medida por el IPC, se situó en el 11,1% en el cuarto trimestre de 2010, sin variación con respecto al trimestre anterior.

En Brasil, el comportamiento económico en el primer semestre de 2010 fue dinámico, contribuyendo la demanda interna sostenida a las tensiones en el mercado de trabajo y a un aumento del déficit por cuenta corriente. Sin embargo, en el segundo semestre del año la actividad económica mostró señales de desaceleración. Como resultado, en el cuarto trimestre la tasa media de crecimiento de la producción industrial —3,5% en tasa interanual— fue significativamente más baja que en los dos trimestres anteriores (8,1% en el tercero y 14,2% en el segundo). La inflación interanual en Brasil aumentó hasta el 5,5% en el cuarto trimestre, desde el 4,5% observado en el tercer trimestre.

En conjunto, la actividad económica en América Latina registró una rápida expansión en 2010. De cara al futuro, se prevé que se normalice a medida que se retiren gradualmente las políticas acomodaticias. Al mismo tiempo, se espera que los elevados precios agrícolas y las favorables condiciones de financiación externa continúen respaldando la dinámica de crecimiento.

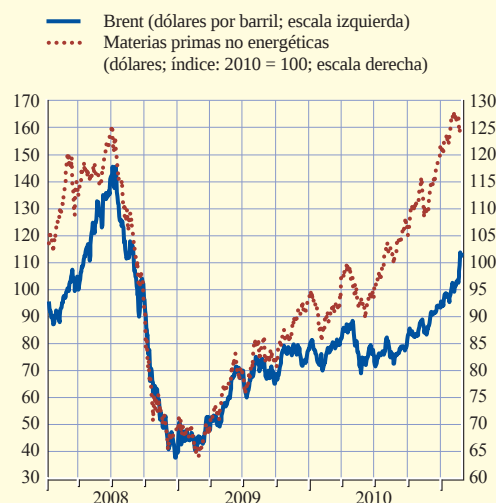
1.2 MERCADOS DE MATERIAS PRIMAS

Los precios del petróleo han aumentado sustancialmente en los tres últimos meses, continuando así la tendencia alcista que se inició en septiembre de 2010 (véase gráfico 5). El 2 de marzo, el precio del barril de Brent se situaba en 113,6 dólares estadounidenses, es decir, un 45% y un 22% por encima del nivel observado a comienzos de 2010 y de 2011, respectivamente. De cara al futuro, los participantes en el mercado prevén precios ligeramente más bajos en el medio plazo, y los futuros con entrega en diciembre de 2012 se negocian actualmente a 111 dólares estadounidenses el barril.

En los tres últimos meses, los precios del petróleo se han sostenido gracias a la solidez de las variables fundamentales por el lado de la demanda y a la incertidumbre que rodea a las perspectivas de abasteci-

miento en el futuro. Por lo que respecta a la demanda, la Agencia Internacional de la Energía ha revisado al alza, repetidas veces, sus estimaciones de la demanda de petróleo para 2010 y 2011, basándose, en la mayoría de los casos, en supuestos de un mayor crecimiento económico mundial. Por el lado de la oferta, los productores no reaccionaron con rapidez ante la subida de los precios: concretamente, la OPEP no aumentó sus cuotas de producción durante la reunión que celebró en diciembre, a pesar de la holgada capacidad excedente de producción. Además, la agitación política en la región de Oriente Medio y Norte de África generó preocupación por la posibilidad de que la seguridad del abastecimiento se viera amenazada por factores geopolíticos, lo que presionó aún más al alza sobre los precios del petróleo. La situación actual presenta similitudes con la de 2008, pero el elevado nivel de existencias y la posibilidad de incrementar sustancialmente la producción en los países de la OPEP deberían servir, en cierto modo, de amortiguador frente a nuevos y significativos incrementos de los precios.

Gráfico 5 Evolución de los precios de las materias primas



Fuentes: Bloomberg y HWWI.

Los precios de las materias primas no energéticas también han registrado pronunciados aumentos en los últimos meses, estimulados principalmente por los precios de los alimentos, y se sitúan ahora aproximadamente al mismo nivel del máximo alcanzado en 2008. En un contexto de fuerte demanda, las adversas condiciones meteorológicas dieron lugar a una revisión a la baja de las estimaciones de producción en América del Norte y Australia, que se tradujo en presiones alcistas sobre los precios del trigo y del maíz. Los precios de los metales también se han incrementado en los tres últimos meses, impulsados, en particular, por el cobre. En cifras agregadas, el índice de precios de las materias primas no energéticas (denominado en dólares estadounidenses) se situaba, a finales de febrero, un 35 % por encima del nivel observado a comienzos de 2010 y un 3 % por encima del nivel de comienzos de 2011.

1.3 TIPOS DE CAMBIO

TIPO DE CAMBIO EFECTIVO DEL EURO

El euro experimentó oscilaciones más bien amplias en términos efectivos nominales en 2010 y a comienzos de 2011. Se apreció desde mediados de 2010 hasta principios de noviembre de 2010, recuperando gran parte de las pérdidas de comienzos de 2010. Tras una nueva depreciación en diciembre de 2010, cerró el año aproximadamente un 8 % por debajo de la media de 2009 (véase gráfico 6). El 2 de marzo, el euro cotizaba, en términos efectivos nominales, medido frente a las monedas de 20 de los socios comerciales más importantes de la zona del euro, un 1,9 % por encima del nivel de finales de noviembre de 2010 y un 0,6 % por debajo de la media de ese año.

Las fluctuaciones del tipo de cambio del euro en 2010 parecen haber estado determinadas, en gran medida, por los cambios de actitud de los mercados respecto a las perspectivas fiscales y económicas de

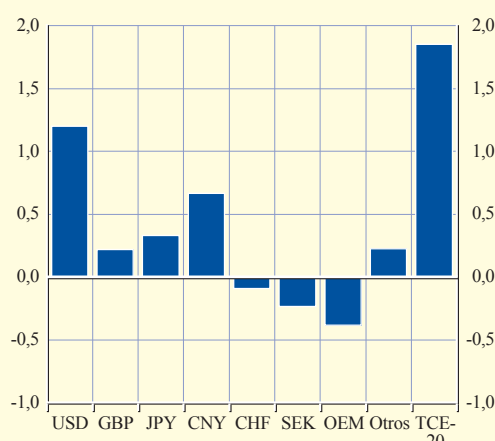
Gráfico 6 Tipo de cambio efectivo del euro (TCE-20) y sus componentes¹⁾

(datos diarios)

Índice: I 1999 = 100



Contribuciones a las variaciones del TCE-20²⁾
Del 30 de noviembre de 2010 al 2 de marzo de 2011
(en puntos porcentuales)



Fuente: BCE.

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

2) Se muestran las contribuciones a las variaciones del TCE-20 correspondientes a cada una de las monedas de los seis principales socios comerciales de la zona del euro. La categoría «Otros Estados Miembros (OEM)» se refiere a la contribución agregada de las monedas de los Estados miembros que no pertenecen a la zona del euro (excepto la libra esterlina y la corona sueca). La categoría «Otros» se refiere a la contribución agregada al índice TCE-20 de los otros seis socios comerciales de la zona del euro. Las variaciones se calculan aplicando a este índice las correspondientes ponderaciones basadas en el comercio.

algunos países de la zona del euro y al vigor de la recuperación económica mundial en relación con la zona del euro. La apreciación de la moneda única entre junio y principios de noviembre parece haber estado asociada a una moderación de la inquietud de los mercados al explicarse los detalles de los mecanismos institucionales establecidos para hacer frente a los problemas financieros de algunos países de

Cuadro I Evolución del tipo de cambio del euro¹⁾

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

	Ponderación en el TCE-20	Nivel al 2 de marzo de 2011	Apreciación (+)/depreciación (-) del euro al 2 de marzo de 2011		
			desde:		en comparación con: media de 2010
			30 de noviembre de 2010	1 de enero de 2010	
Dólar estadounidense	19,4	1,38	6,2	-4,0	4,2
Libra esterlina	17,8	0,848	1,2	-4,9	-1,2
Renminbi chino	13,6	9,08	4,7	-7,6	1,2
Yen japonés	8,3	113,3	4,0	-15,2	-2,5
Franco suizo	6,4	1,28	-1,5	-13,9	-7,3
Zloty polaco	4,9	3,98	-2,1	-2,9	-0,3
Corona sueca	4,9	8,73	-4,8	-14,3	-8,4
Corona checa	4,1	24,29	-2,5	-7,6	-3,9
Won coreano	3,9	1.554,74	2,9	-6,5	1,5
Forint húngaro	3,1	271,28	-4,5	0,5	-1,5
TCEN ²⁾		103,9	1,9	-7,1	-0,6

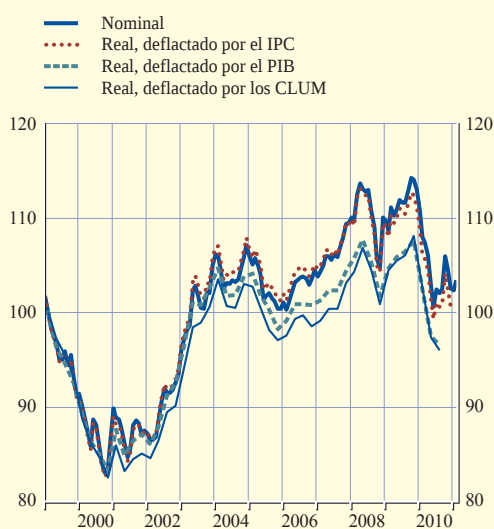
Fuente: BCE.

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

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

Gráfico 7 Tipos de cambio efectivos nominal y real del euro (TCE-20)¹⁾

(datos mensuales/trimestrales; índice: 1 1999 = 100)



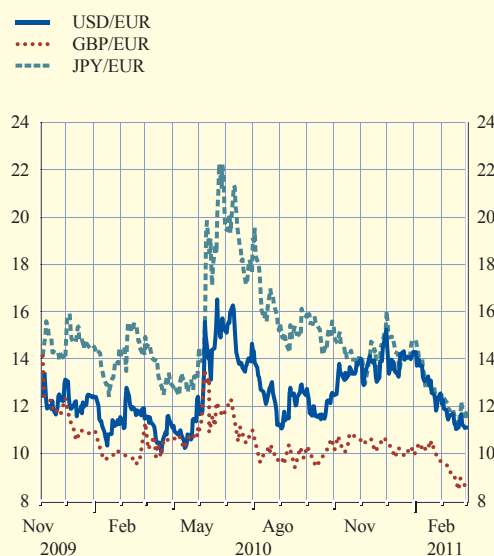
Fuente: BCE.

1) Un aumento de los índices de los TCE-20 supone una apreciación del euro. Las observaciones mensuales más recientes corresponden a febrero de 2011. En el caso de los TCE-20 reales basados en el PIB y en los CLUM, la última observación, basada en parte en estimaciones, corresponde al tercer trimestre de 2010.

Gráfico 8 Evolución de los tipos de cambio y volatilidades implícitas

(datos diarios)

Volatilidades implícitas del tipo de cambio (a tres meses)



Fuente: Bloomberg.

la zona del euro. Por el contrario, su depreciación en los dos últimos meses de 2010 parece guardar relación, en parte, con la renovada aversión al riesgo provocada por la mayor preocupación respecto a las perspectivas fiscales de esos países. En los tres últimos meses, la apreciación del euro en términos efectivos nominales fue resultado, principalmente, de su fortalecimiento frente al dólar estadounidense y las principales monedas asiáticas. Este fortalecimiento del euro solo se contrarrestó, en parte, con su depreciación frente a la corona sueca, la corona noruega y el franco suizo, así como frente al forint húngaro, el zloty polaco y la corona checa (véase cuadro 1). La volatilidad implícita de los tipos de cambio bilaterales del euro frente a otras monedas importantes (el dólar estadounidense, la libra esterlina y el yen japonés) se ha reducido desde finales de noviembre de 2010, tanto en los horizontes de corto plazo como en los de largo plazo, lo que indica una disminución de la incertidumbre en los mercados de divisas. No obstante, a finales de febrero de 2011, la volatilidad comenzó a aumentar de nuevo, en consonancia con el aumento general de la incertidumbre en los mercados como consecuencia de las tensiones geopolíticas imperantes en el norte de África (véase gráfico 8).

Por lo que respecta a los indicadores de competitividad internacional en términos de precios y costes de la zona del euro, en febrero de 2011, el tipo de cambio efectivo real del euro, basado en los precios de consumo (medido frente a las monedas de 20 de los socios comerciales más importantes de la zona del euro) se situaba un 1,8% por debajo de la media de 2010 (véase gráfico 7). Esta depreciación en términos efectivos reales se debió tanto a la depreciación nominal del euro como al hecho de que la inflación medida por los precios de consumo fuese más baja en la zona del euro que en los países con los que comercia la zona.

TIPOS DE CAMBIO BILATERALES

El tipo de cambio del euro ha mostrado amplias oscilaciones desde mediados de 2010. Tras apreciarse significativamente frente al dólar estadounidense entre mediados de junio y principios de noviembre, se depreció de nuevo hasta comienzos de enero, pero en marzo de 2011 había recuperado ya la mayor parte del terreno perdido. La apreciación del euro entre junio y principios de noviembre de 2010 se vio respaldada por la atenuación de las preocupaciones respecto a la sostenibilidad de las finanzas públicas en algunos Estados miembros de la zona del euro y por la publicación de datos económicos más desfavorables de lo previsto sobre la economía estadounidense en relación con la zona del euro. El episodio de depreciación de finales de 2010 guardó relación, posiblemente, entre otros factores, con la renovada inquietud respecto a la sostenibilidad de las finanzas públicas en algunos Estados miembros de la zona. El tipo de cambio del euro frente al dólar estadounidense también se vio afectado por los movimientos de los diferenciales de tipos de interés relativos, que favorecieron ampliamente al euro, especialmente al final del período considerado. En conjunto, desde el 30 de noviembre de 2010 hasta el 2 de marzo de 2011, el euro se apreció un 6,2% frente al dólar, cotizando un 4,2% por encima de la media de 2010 (véanse gráfico 6 y cuadro 1).

Durante los tres primeros trimestres de 2010, el euro siguió depreciándose frente al yen japonés, revirtiendo por completo la apreciación registrada en 2009 y situándose en un nivel observado por última vez a mediados de 2001. Después, tras una acusada apreciación a mediados de septiembre, el euro se mantuvo prácticamente estable frente a la moneda japonesa. La información obtenida a partir de los precios de las opciones sobre divisas indica que, en el segundo semestre de 2010, las expectativas de los mercados pasaron progresivamente de una orientación negativa hacia el euro a un territorio más neutral. El tipo de cambio del euro frente al yen ha sido, en general, sensible a los movimientos de los diferenciales de tipos de interés entre la zona del euro y Japón, así como a las percepciones de los mercados respecto al riesgo en los mercados financieros mundiales, ya que la moneda japonesa goza de amplia consideración en los mercados como moneda refugio para la inversión en tiempos de incertidumbre. El 2 de marzo, el euro cotizaba a 113,3 yenes, un 4% por encima del nivel de finales de noviembre y un 2,5% por debajo de la media de 2010.

Desde mediados de 2010, las monedas que participan en el MTC II se han mantenido prácticamente estables frente al euro, cotizando al tipo de cambio correspondiente a las respectivas paridades centrales o en torno a dichas paridades. El lats letón se mantuvo durante todo el año 2010 en la zona débil de la banda de fluctuación de $\pm 1\%$ establecida unilateralmente, pero se desplazó acercándose a la paridad central a principios de 2011 y, a partir de entonces, ha fluctuado en torno a esa paridad.

Por lo que respecta a otras monedas, el euro ha fluctuado sin mostrar una tendencia clara frente a la libra esterlina desde mediados de 2010. El 2 de marzo, el euro cotizaba a 0,85 libras esterlinas, un 1,2% por encima del nivel de finales de noviembre (véase cuadro 1). La moneda única también ha experimentado oscilaciones frente al franco suizo desde mediados de 2010: registró un mínimo histórico a comienzos de 2011, recuperó parte del terreno perdido posteriormente, pero volvió a perderlo a partir de la primera semana de febrero, cotizando, el 2 de marzo, en torno a un 1,5% por debajo del nivel de finales de noviembre de 2010. La reciente depreciación corresponde a un aumento de la incertidumbre en los mercados como consecuencia de las tensiones geopolíticas, ya que la moneda suiza tiende a beneficiarse del comportamiento de los inversores internacionales que buscan activos más seguros. Durante el período considerado, los tipos de cambio bilaterales del euro frente al renminbi chino y el dólar de Hong Kong se apreciaron en consonancia con la evolución del tipo de cambio del euro frente al dólar estadounidense. Durante este período, los movimientos del tipo de cambio del euro frente a las principales monedas de países productores de materias primas fueron desiguales: el euro mantuvo la tendencia a la

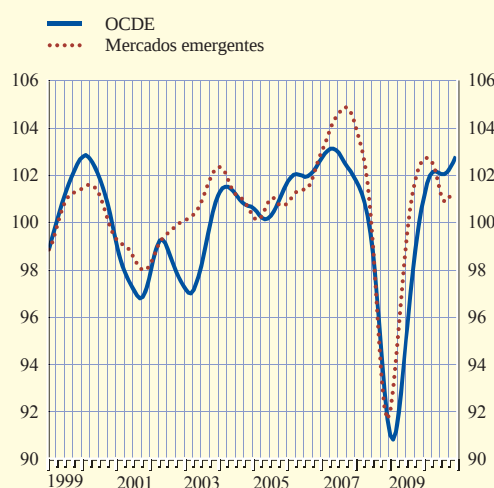
baja de los dos últimos años frente al dólar australiano hasta finales de 2010, pero se apreció posteriormente, cotizando el 2 de marzo en un nivel cercano al observado a finales de noviembre, mientras que osciló sin mostrar una tendencia clara frente al dólar canadiense, cotizando el 2 de marzo un 1,1% por encima del nivel de finales de noviembre.

I.4 PERSPECTIVAS DEL ENTORNO EXTERIOR

De cara al futuro, se prevé que el crecimiento mundial se afiance de forma sostenida, respaldado, entre otros factores, por una mayor normalización de la situación financiera, en un entorno de condiciones monetarias acomodaticias. Esta previsión es coherente con los indicadores más recientes, que sugieren que la economía mundial continuará su expansión en el corto plazo. En diciembre de 2010, el indicador sintético adelantado de la OCDE siguió aumentando, lo que indica que se mantendrá el impulso del crecimiento en el primer semestre de 2011 (véase gráfico 9). El indicador adelantado de la *Conference Board*, que apunta a una recuperación más sostenida en Estados Unidos, confirma también estas perspectivas más favorables a corto plazo. En este contexto, las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE prevén unas perspectivas de crecimiento mundial más favorables en 2011 que en diciembre de 2010, mientras que la proyección del crecimiento mundial para 2012 se mantiene prácticamente sin variación. Estas previsiones son coherentes con las proyecciones del FMI en sus perspectivas de la economía mundial revisadas. Basándose en la evolución esperada de los precios de las materias primas, se prevé que la inflación mundial alcance un máximo en el primer semestre de 2011 y que posteriormente retroceda durante el resto del año. Los riesgos para la actividad mundial están prácticamente equilibrados y la incertidumbre sigue siendo elevada. Por un lado, el comercio podría seguir creciendo con más rapidez de la esperada. Por otro lado, siguen preocupando las tensiones en algunos segmentos de los mercados financieros, los nuevos aumentos de los precios del petróleo y de otras materias primas, las presiones proteccionistas y la posibilidad de que se produzca una corrección desordenada de los desequilibrios mundiales.

Gráfico 9 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.

Recuadro I

IMPORTANCIA DE LA ZONA DEL EURO COMO DESTINO DE EXPORTACIÓN

La zona del euro es el principal importador de la economía mundial y concentra alrededor del 15% de las importaciones mundiales (excluido el comercio entre países de la zona)¹. A continuación se analiza cómo varía la importancia de la zona del euro como destino de exportación entre los distintos socios comerciales.

¹ Porcentaje calculado para el período 1999-2009.

El análisis se basa en un indicador simple, a saber, las exportaciones nominales de los respectivos socios comerciales a la zona del euro divididas por su propio PIB. Esta estadística puede considerarse como una tosca medida aproximativa del grado de exposición de un país exportador dado a la evolución económica de la zona del euro a través de lo que se conoce como el «canal del comercio» de la transmisión internacional de las perturbaciones. Para hacerse una idea más exacta, la medida general puede descomponerse en: i) la proporción de las exportaciones totales de un país que representan las exportaciones destinadas a la zona del euro, y ii) la proporción de las exportaciones totales con respecto al PIB. El indicador general puede obtenerse multiplicando estos dos componentes. Es importante tener en cuenta el segundo componente, ya que recoge el tamaño del sector exportador en toda su magnitud. Si esta es muy pequeña, un incremento de las exportaciones a la zona del euro se sentirá principalmente en dicho sector, mientras que tendrá un impacto limitado en el conjunto de la economía del país exportador.

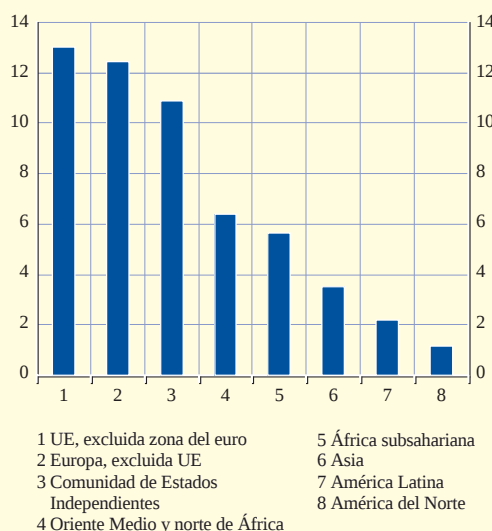
No obstante, hay que tener presentes algunas matizaciones. Lo más importante es que el indicador debe considerarse meramente como una aproximación de la dependencia de las exportaciones de un país frente a la zona del euro. Es probable que otras características específicas del país en cuestión, como la movilidad de los factores y las elasticidades-precio, amplifiquen o reduzcan el impacto de los impulsos de la demanda proveniente de la zona del euro. Además, la composición por productos de las exportaciones de un país es relevante, dado que algunos bienes (por ejemplo, los de consumo duradero y los bienes de inversión) son más sensibles que otros (como los bienes de consumo no duradero) a los cambios en la situación económica, y también influye el contenido en importaciones de los bienes de exportación.

Variación entre los distintos socios comerciales

La dependencia de las exportaciones frente a la zona del euro varía notablemente entre los posibles socios comerciales, observándose una fuerte concentración regional. Por lo que respecta al comercio de bienes, en el período comprendido entre 2005 y 2009 las exportaciones a la zona del euro procedentes de otros países se situaron, en porcentaje del PIB nacional, entre el 0% y el 43,6%, correspondiendo esta última cifra a la República Checa. Conforme a lo previsto, la dependencia de las exportaciones se halla fuertemente concentrada en las economías que presentan una gran proximidad geográfica a la zona del euro. De hecho, los Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro son los que muestran una mayor exposición frente a la zona del euro en su conjunto, seguidos por los países de Europa que no pertenecen a la UE (véase gráfico A)². Esa dependencia disminuye, en general, a medida que aumenta la distancia. Es de destacar que Estados Unidos y Canadá muestran un grado de dependencia muy bajo, debido principalmente al hecho de que Estados Unidos es una economía relativamente cerrada, pero tam-

Gráfico A Dependencia de las exportaciones de los distintos socios comerciales frente a la zona del euro

(porcentajes del PIB)



2 Los Estados miembros de la UE más pequeños tienden a ser más dependientes de las exportaciones a la zona del euro que los más grandes, debido sobre todo a su apertura al comercio.

Fuentes: Naciones Unidas (Comtrade), FMI (WEO) y cálculos de los expertos del BCE.

Nota: Los agregados geográficos se han ponderado por el PIB. El período de referencia es 2005-2009.

bién a que el peso relativo de la zona del euro en las exportaciones de América del Norte es más bien escaso. De hecho, la fuerte correlación negativa que existe entre distancia bilateral y dependencia de las exportaciones frente a la zona del euro es plenamente coherente con las predicciones teóricas respecto al comercio exterior. Intuitivamente, cuanto mayor es la distancia, mayores son los costes comerciales. Por consiguiente, ceteris paribus, los compradores del país importador dedicarán una menor proporción de su gasto a bienes provenientes de economías geográficamente lejanas.

Evolución a lo largo del tiempo

En general, la dependencia, con respecto a la zona del euro, de las exportaciones de los países no pertenecientes a la zona ha aumentado moderadamente desde finales de la década de los noventa. La media entre países ponderada por el PIB aumentó desde el 3,5% en el período comprendido entre 1995 y 1999 hasta el 4,3% en el período que va de 2005 a 2009. Es interesante señalar que dicho aumento oculta la interacción de dos fuerzas compensatorias. Por una parte, los socios comerciales no pertenecientes a la zona del euro tienden a exportar actualmente a la zona del euro una fracción de sus exportaciones totales ligeramente menor que en el pasado, debido principalmente al aumento de sus exportaciones a mercados emergentes. Por otro lado, este efecto se ha compensado con creces con un acusado incremento de la ratio de exportaciones con respecto al PIB tras la integración de los mercados mundiales de bienes y las estrategias de crecimiento basadas en las exportaciones adoptadas por muchas economías emergentes. Los mayores aumentos de dependencia de las exportaciones frente a la zona del euro se observaron en China y en los países de Europa Central y Oriental.

El papel del comercio de servicios

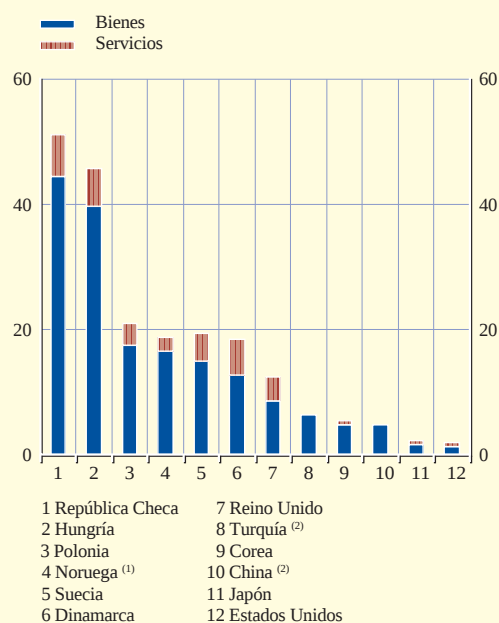
Si bien el análisis se ha concentrado hasta ahora en las exportaciones de bienes, los datos disponibles sugieren que la inclusión de las exportaciones de servicios no altera significativamente la clasificación de los países en función de la dependencia de sus exportaciones frente a la zona del euro (véase gráfico B), lo que no debería sorprendernos, ya que, según estimaciones de la OCDE, los servicios representan alrededor de una quinta parte del comercio mundial. Además, al igual que ocurre con el comercio de bienes, el comercio de servicios presenta un fuerte sesgo regional, debido a los costes implícitos que supone la distancia (como las diferencias de sistema jurídico, idioma, etc.).

Conclusión

En su calidad de primer importador de la economía mundial, la zona del euro es un importante mercado de exportación para muchos de los países con los que comercia. La dependencia de las exportaciones frente a la zona del

Gráfico B Dependencia de las exportaciones frente a la zona del euro, incluidas las exportaciones de servicios de algunas economías

(porcentajes del PIB)



Fuentes: Naciones Unidas (Comtrade), OCDE (Estadísticas sobre comercio internacional de servicios) y cálculos de los expertos del BCE. El período de referencia es 2008, debido a las limitaciones de los datos.

1) Noruega: datos correspondientes a 2007.

2) China y Turquía: no se declaran datos sobre servicios.

euro, habida cuenta también del tamaño del sector exportador en su conjunto, es máxima en los países con mayor proximidad geográfica a la zona. Por consiguiente, estos países son los que más pueden beneficiarse de un aumento de la demanda de la zona del euro.

2 EVOLUCIÓN MONETARIA Y FINANCIERA

2.1 DINERO Y CRÉDITO DE LAS IFM

Si se considera más allá del impacto de factores especiales en los últimos meses, los datos monetarios disponibles hasta enero de 2011 siguen apuntando a una recuperación gradual de las tasas de crecimiento interanual de M3 y de los préstamos de las IFM al sector privado. Por el momento, esta recuperación se caracteriza por reducidas tasas de crecimiento y no altera la valoración de que el ritmo de expansión monetaria subyacente es moderado y de que las presiones inflacionistas a medio y largo plazo permanecen contenidas. Por sectores, la evolución de los préstamos al sector privado confirma una recuperación progresiva de los préstamos a las sociedades no financieras, cuya tasa de crecimiento interanual registró niveles positivos en enero de 2011 por primera vez desde el tercer trimestre de 2009. El crecimiento interanual de los préstamos a los hogares se mantuvo controlado, en términos generales, en las tasas positivas registradas previamente.

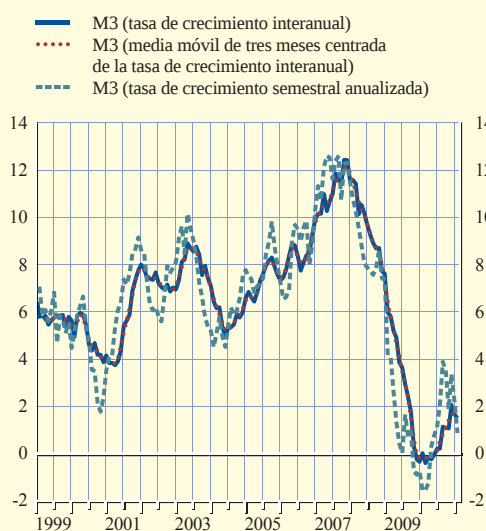
EL AGREGADO MONETARIO AMPLIO M3

La tasa de crecimiento interanual del agregado monetario amplio M3 se situó en el 1,5 % en enero de 2011, sin variación con respecto al cuarto trimestre de 2010, pero más elevada que el 0,7 % registrado en el tercer trimestre (véase gráfico 10). En particular, esta cifra enmascara los descensos de las tasas de crecimiento interanual observados en diciembre de 2010 y en enero de 2011, que fueron atribuibles principalmente a la contracción de operaciones interbancarias realizadas a través de entidades de contrapartida central del sector tenedor de dinero. Por tanto, los datos más recientes son acordes con la idea de que la dinámica monetaria de la zona del euro se está recuperando gradualmente, aunque permanece en niveles reducidos (véase el recuadro 2, titulado «Factores permanentes y temporales en el crecimiento del agregado monetario amplio», donde se analizan los factores que afectan actualmente al crecimiento monetario). Al mismo tiempo, los últimos datos implican unos niveles de incertidumbre ligeramente superiores en relación con la fortaleza de dicha recuperación.

Por el lado de los componentes, el fortalecimiento observado en el crecimiento interanual de M3 desde el verano de 2010 oculta que la tasa de crecimiento interanual de M1 volvió a disminuir de forma considerable en el cuarto trimestre y en enero (aunque continuó siendo positiva), mientras que la de los depósitos a corto plazo distintos de los depósitos a la vista (es decir, M2 menos M1) aumentó en el cuarto trimestre y registró niveles positivos en enero. Al mismo tiempo, el reciente y renovado aumento de la pendiente de la curva de rendimientos ha reducido, por lo general, el atractivo de los instrumentos de M3 en comparación con activos financieros a más largo plazo no incluidos en M3.

Gráfico 10 Crecimiento de M3

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



Fuente: BCE.

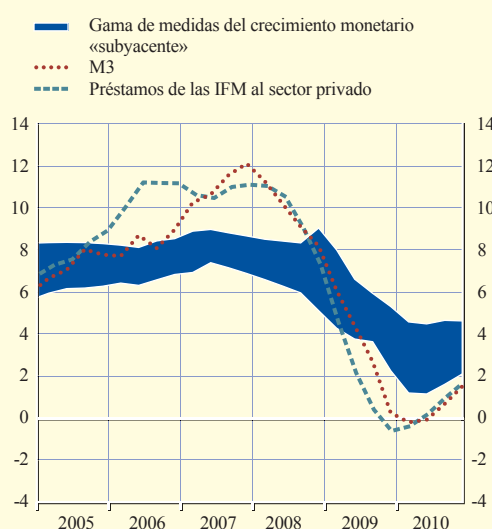
Recuadro 2

FACTORES PERMANENTES Y TEMPORALES EN EL CRECIMIENTO DEL AGREGADO MONETARIO AMPLIO

Pese al impacto de algunos factores especiales de carácter temporal en torno al final del año, la tasa de crecimiento interanual de M3 ha experimentado un fortalecimiento gradual desde mediados de 2010 (véase gráfico A). En términos cualitativos, la mejora simultánea de los préstamos concedidos por las IFM al sector privado indica que esta evolución puede representar un repunte del ritmo de expansión monetaria subyacente. Esta valoración se ve respaldada por una serie de enfoques cuantitativos utilizados para estimar las tendencias monetarias subyacentes, que señalan que la evolución monetaria tocó fondo recientemente y que actualmente muestra tímidas señales de recuperación¹. En este contexto, en el presente recuadro se realiza una nueva cuantificación del componente de carácter permanente del crecimiento de M3 utilizando técnicas de estimación de las contribuciones de factores temporales en un marco empíricamente coherente, concretamente un modelo de vectores autorregresivos bayesianos (modelo BVAR) amplio desarrollado para el análisis monetario².

Gráfico A Crecimiento de M3 y M3 subyacente

(tasas de variación interanual)



Fuentes: BCE y cálculos del BCE.

Notas: La gama de medidas del crecimiento monetario subyacente se obtiene utilizando algunos de los métodos descritos en el recuadro titulado «La evolución monetaria subyacente: concepto e ilustración cuantitativa», publicado en el Boletín Mensual de mayo de 2008.

Valoración del ritmo de expansión monetaria subyacente

La valoración del ritmo de expansión monetaria subyacente es un aspecto importante del análisis monetario, ya que proporciona información sobre los riesgos para la estabilidad de precios a medio plazo procedentes de la evolución monetaria.

Al tratar de identificar esta tendencia monetaria subyacente, el punto de partida natural es descomponer el crecimiento monetario efectivo en dos componentes amplios: permanentes y temporales. El primero puede asociarse con el crecimiento del crédito bancario, ya que es probable que la expansión implícita general de los balances de las entidades de crédito, de los hogares y de las empresas tenga un efecto duradero en los saldos monetarios, y el segundo puede relacionarse con los «desplazamientos de cartera», que reflejan el proceso de sustitución entre activos monetarios y activos no monetarios impulsado por consideraciones relativas al rendimiento o al riesgo, que suelen ser de naturaleza más transitoria. Factores especiales de carácter institucional también pueden influir temporalmente en el

1 Los métodos utilizados para estimar estas medidas del crecimiento monetario subyacente se describen en el recuadro titulado «La evolución monetaria subyacente: concepto e ilustración cuantitativa», publicado en el Boletín Mensual de mayo de 2008. Naturalmente, estas medidas empíricas son aproximaciones imperfectas del concepto latente de expansión monetaria «subyacente». Además, se ha de tener presente que la calidad de la señalización de las distintas medidas empíricas puede variar con el tiempo.

2 Este modelo se presenta en el anexo 1 del capítulo 4 de L. D. Papademos y J. Stark (eds.), *Enhancing Monetary Analysis*, BCE, Fráncfort del Meno, 2010. Para más detalles, véase D. Giannone, M. Lenza y L. Reichlin (2009) «Money, credit, monetary policy and the business cycle in the euro area», mimeo, BCE.

crecimiento monetario. A partir de esta descomposición, el crecimiento monetario observado puede corregirse por el impacto de los efectos temporales y de distorsiones para estimar la tendencia monetaria subyacente vinculada a la aparición de riesgos para la estabilidad de precios a medio plazo.

Análisis, basado en un modelo, de los factores temporales que determinan la evolución monetaria

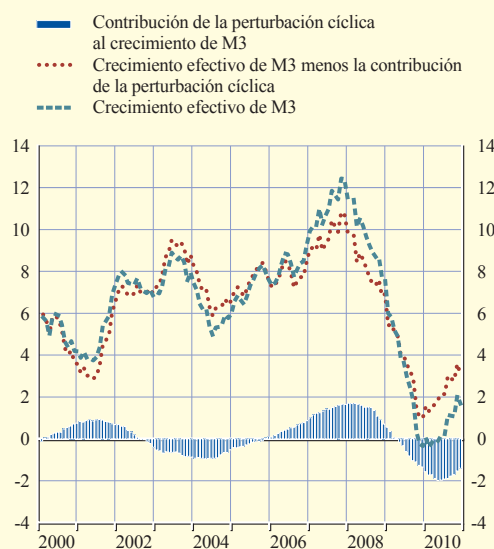
Con el fin de complementar y mejorar la valoración realizada a partir de las medidas existentes del crecimiento monetario subyacente, en este recuadro se presenta un nuevo enfoque basado en un modelo para calcular medidas del crecimiento interanual de M3 corregido por el impacto del ciclo económico o de otros factores temporales. La herramienta aplicada es un modelo BVAR amplio.

Las fluctuaciones de los saldos monetarios pueden tener su origen en variaciones en el ritmo de crecimiento de la actividad económica real y de la renta (aproximado por la producción industrial en este modelo). En el gráfico B se muestra la estimación resultante de la contribución del ciclo económico a la expansión de M3 y se compara la tasa de crecimiento interanual de la serie de M3 con la de la serie de M3 excluida dicha contribución³. El gráfico sugiere que el crecimiento interanual de M3 no suele verse muy afectado por el ciclo económico: aunque la diferencia entre el crecimiento interanual efectivo de M3 y el de la serie corregida llega a alcanzar los 2 puntos porcentuales en meses concretos, en general, los perfiles de las dos series temporales no muestran diferencias cualitativas significativas. En lo que respecta al período reciente, parece que la recuperación del crecimiento efectivo de M3 primero se frenó y, durante un breve período, se vio amortiguado de manera creciente por el ciclo económico, aunque este efecto ha disminuido en los últimos meses.

Naturalmente, existen otras perturbaciones de carácter temporal además de las asociadas con el ciclo económico, como las relacionadas con las actividades especulativas. Utilizando el modelo BVAR descrito anteriormente, es posible estimar el impacto de perturbaciones transitorias sobre el crecimiento de M3⁴. En el gráfico C, que muestra la contribución de estas perturbaciones transito-

Gráfico B Crecimiento efectivo de M3 y de M3 ajustado de ciclo

(tasas de variación interanual; puntos porcentuales)



Fuentes: BCE y estimaciones del BCE.

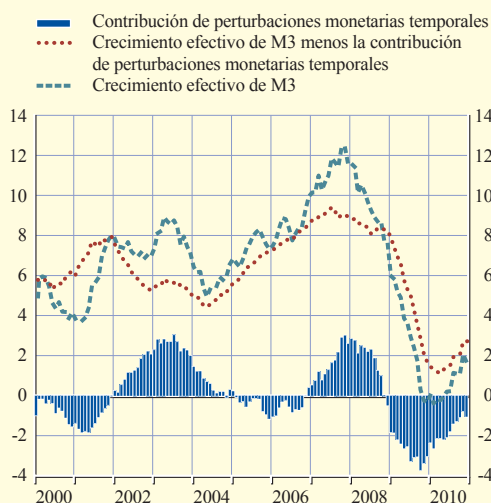
Nota: La contribución de la perturbación cíclica se ha estimado a través del modelo BVAR, como se explica en el texto principal del recuadro y en la nota n.º 3 a pie de página.

3 La perturbación es aquella que explica la varianza máxima de la producción industrial de la zona del euro en frecuencias medias y altas del ciclo económico (ciclos inferiores a ocho años). Se ha de observar que esta «perturbación cíclica» es una perturbación no estructural, ya que no se basa en ninguna restricción en la identificación, y puede considerarse una combinación lineal de perturbaciones que determinan el ciclo económico real.

4 El método consiste en encontrar, entre las posibles perturbaciones que afectan a M3 de la zona del euro, aquellas que explican la varianza máxima de cada componente en frecuencias de medias y altas, calificándolas como «perturbaciones transitorias», y a continuación calcular sus contribuciones al crecimiento de M3. A continuación puede obtenerse la medida del crecimiento «permanente» de M3 restando esta contribución al crecimiento de M3 del crecimiento efectivo de este agregado monetario. En este caso, la perturbación tampoco es de carácter estructural y, por consiguiente, no puede interpretarse en términos económicos (a diferencia, por ejemplo, de una perturbación temporal sobre la demanda de dinero), sino que puede considerarse que refleja una combinación de perturbaciones transitorias que afectan directamente a M3 que también pueden incluir, al menos en parte, la perturbación cíclica analizada anteriormente.

Gráfico C M3 y su componente «permanente»

(tasas de variación interanual; puntos porcentuales)

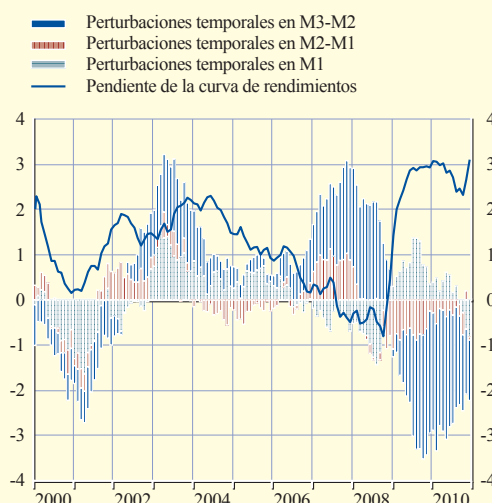


Fuentes: BCE y estimaciones del BCE.

Nota: La contribución de perturbaciones monetarias temporales se ha estimado a través del modelo BVAR, como se explica en el texto principal del recuadro y en la nota n.º 4 a pie de página.

Gráfico D Impacto de perturbaciones temporales por instrumentos monetarios

(puntos porcentuales del crecimiento interanual de M3; porcentajes)



Fuentes: BCE y estimaciones del BCE.

Nota: Las contribuciones de perturbaciones monetarias temporales a los componentes de M3 por separado se han estimado a través del modelo BVAR, como se explica en el texto principal del recuadro y en la nota n.º 4 a pie de página. La pendiente de la curva de rendimientos se define como la diferencia entre el rendimiento de la deuda pública de referencia a diez años de la zona del euro y el EURIBOR a tres meses.

rias al crecimiento interanual de M3, se observa que su efecto va más allá del causado por una perturbación cíclica pura, así como que por ejemplo, gran parte de los desplazamientos de cartera que se produjeron en el período comprendido entre mediados de 2001 y 2003 se debió a dichas perturbaciones temporales⁵. Este período refleja la excepcional preferencia por la liquidez, que no se considera específicamente y que, por tanto, solo se ha identificado de modo imperfecto en este modelo. Sin embargo, el modelo identifica correctamente el inicio del período, a mediados de 2004, en el que el aumento del crecimiento de M3 reflejó una fuerte correlación entre el dinero y el crédito y, por tanto, indicó el carácter más persistente, o «subyacente», de la expansión monetaria. En cuanto a la situación actual, la mayor parte del incremento observado recientemente en el crecimiento interanual de M3 parece explicarse por la disminución del impacto negativo de estas perturbaciones de naturaleza transitoria.

Se ha de observar que las contribuciones de la perturbación cíclica y de la perturbación monetaria de carácter transitorio no coinciden y que parecen estar interrelacionadas solamente en períodos específicos (como a partir de 2007). Ciertamente, la correlación total entre estas dos contribuciones en el período comprendido entre 2000 y 2010 solo es de alrededor del 42%. Esto sugiere que hay muchas perturbaciones transitorias que afectan a la evolución monetaria más allá de las cíclicas.

Si se considera el impacto de perturbaciones temporales sobre M1, M2-M1 y M3-M2, es posible obtener algo de información acerca del carácter de estas perturbaciones (véase gráfico D). Por ejemplo, las contribuciones al crecimiento de M3 de perturbaciones temporales que afectan a M1 presentan un alto grado de correlación con las contribuciones análogas de la perturbación cíclica,

⁵ Véase el artículo titulado «Demanda de dinero e incertidumbre», publicado en el *Boletín Mensual* de octubre de 2005.

mientras que esto no es aplicable a los demás componentes de M3. Se observa asimismo una correlación considerablemente positiva entre la contribución al crecimiento de M3 de perturbaciones temporales en M1 y la pendiente de la curva de rendimientos, mientras que la correlación entre dicha pendiente y las contribuciones a los demás componentes de M3 atribuibles a perturbaciones temporales es significativamente negativa. Esta relación puede esperarse, dado que una curva con una pendiente acusada proporciona a los inversores un incentivo para desplazar sus fondos hacia activos a más largo plazo y, posiblemente, de mayor riesgo, no incluidos en M3. Esta relación negativa puede observarse en el gráfico D a partir de 2004, mientras que en el período en el que se produjeron desplazamientos de cartera excepcionales, entre 2001 y 2003, parece que este vínculo negativo se vio compensado con creces por desplazamientos hacia M3-M1 asociados a la incertidumbre existente. En general, parece que las perturbaciones temporales en M1 están asociadas, en gran medida, a los factores determinantes del ciclo económico, mientras que las perturbaciones temporales que afectan a M3-M2 y M2-M1 están más relacionadas con la curva de rendimientos⁶.

Conclusiones

En general, el cálculo del impacto de perturbaciones de carácter temporal sobre el crecimiento de los agregados monetarios basado en un modelo respalda las indicaciones obtenidas de medidas disponibles de la expansión monetaria subyacente, en el sentido de que el fortalecimiento observado recientemente en el crecimiento interanual de M3 no se traduce en un aumento equivalente del crecimiento monetario subyacente. Esto se debe a que el crecimiento monetario observado refleja la desaparición gradual del impacto moderador de factores transitorios, como el causado por la pendiente de la curva de rendimientos y la posición cíclica de la economía. Además, si los resultados del crecimiento de M3 se corrigen por el impacto del ciclo económico y otras perturbaciones de carácter transitorio, dichos resultados se encuadran dentro del intervalo indicado por las medidas disponibles del crecimiento monetario subyacente. El ritmo de crecimiento monetario subyacente ha continuado siendo superior al del crecimiento interanual de M3, aunque sigue siendo moderado, lo que sugiere que los riesgos para la estabilidad de precios a medio plazo siguen estando contenidos.

1 Para un análisis del impacto de la curva de rendimientos sobre la evolución monetaria, véase el recuadro titulado «El impacto de la curva de rendimientos sobre la evolución reciente de los agregados monetarios», publicado en el Boletín Mensual de diciembre de 2010.

En cuanto a las contrapartidas, el crecimiento interanual de M3 en el cuarto trimestre y en enero se debió principalmente al crecimiento interanual del crédito a la economía de la zona del euro. La tasa de crecimiento interanual del crédito a las Administraciones Públicas aumentó en el cuarto trimestre, obediendo, sobre todo, al efecto estadístico de las transferencias de activos a un esquema de banco malo alemán (que se clasifica como parte de la Administración Central). Este efecto seguirá apreciándose en las tasas de crecimiento interanual durante algunos meses. El crecimiento interanual del crédito al sector privado también se intensificó, principalmente impulsado por los préstamos a las IFM. Por sectores, la tasa de crecimiento interanual de los préstamos de las IFM a los hogares continuó rondando los niveles observados desde mediados de 2010, mientras que la tasa de crecimiento interanual de los préstamos a las sociedades no financieras siguió recuperándose progresivamente, pasando a ser positiva en enero por primera vez desde el tercer trimestre de 2009.

Los principales activos mantenidos por las IFM de la zona del euro aumentaron en enero, básicamente como consecuencia del crecimiento de los préstamos al sector privado de la zona. Si se analizan los tres

últimos meses, el balance agregado de las IFM continúa contrayéndose, pero debido al efecto estadístico del esquema de banco malo, que está desapareciendo progresivamente.

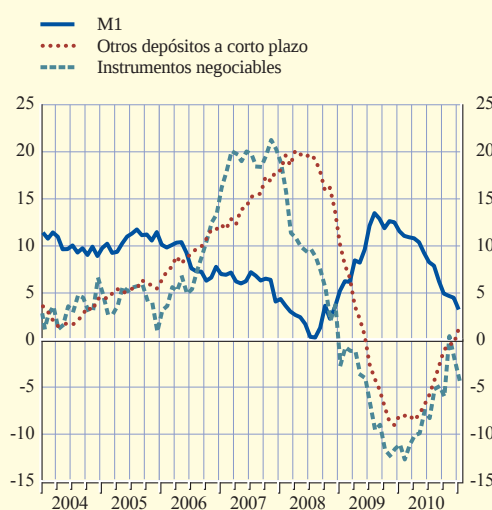
PRINCIPALES COMPONENTES DE M3

La evolución de la tasa de crecimiento interanual de M3 oculta la convergencia progresiva de las tasas de crecimiento de sus principales componentes. La tasa de crecimiento interanual de M1 volvió a disminuir en el cuarto trimestre de 2010 y en enero de 2011, si bien se mantuvo en niveles positivos, mientras que las de los depósitos a corto plazo distintos de los depósitos a la vista (es decir, M2 menos M1) y de los instrumentos negociables (esto es, M3 menos M2; véase gráfico 11) fueron menos negativas. Esta convergencia ha fluctuado en términos de velocidad y no resulta evidente en los datos de cada mes individual, pero está en consonancia con los tipos de interés a los que se remuneran los distintos instrumentos incluidos en M3.

La tasa de crecimiento interanual de M1 disminuyó hasta el 4,9% en el cuarto trimestre, desde el 7,9% del tercer trimestre y el 10,3% del segundo trimestre, y volvió a descender en enero, hasta situarse en el 3,2% (véase cuadro 2).

Gráfico 11 Principales componentes de M3

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



Fuente: BCE.

Cuadro 2 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					
		2010 I	2010 II	2010 III	2010 IV	2010 Dic	2011 Ene
M1	49,5	11,3	10,3	7,9	4,9	4,4	3,2
Efectivo en circulación	8,5	6,2	6,4	6,6	5,6	4,6	5,5
Depósitos a la vista	41,0	12,4	11,1	8,1	4,8	4,4	2,7
M2 - M1 (= otros depósitos a corto plazo)	39,2	-8,2	-8,0	-5,1	-1,1	-0,5	1,1
Depósitos a plazo hasta dos años	19,0	-22,7	-21,5	-16,1	-8,7	-6,9	-3,2
Depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses	20,2	13,3	10,3	8,3	7,2	6,2	5,6
M2	88,7	1,7	1,4	1,8	2,2	2,2	2,3
M3 - M2 (= instrumentos negociables)	11,3	-11,7	-9,8	-6,6	-3,1	-2,0	-4,2
M3	100,0	-0,2	-0,1	0,7	1,5	1,7	1,5
Crédito a residentes en la zona del euro		1,9	1,7	2,0	3,3	3,4	3,8
Crédito a las Administraciones Públicas		9,8	9,0	7,5	11,5	11,6	11,6
Préstamos a las Administraciones Públicas		3,5	6,7	6,5	15,5	20,2	18,5
Crédito al sector privado		0,3	0,2	0,8	1,5	1,6	2,0
Préstamos al sector privado		-0,4	0,2	0,9	1,7	1,9	2,4
Préstamos al sector privado ajustados por ventas y titulizaciones		-0,2	0,1	1,0	1,9	2,3	2,7
Pasivos financieros a más largo plazo (excluidos capital y reservas)		5,5	4,4	2,6	2,7	3,0	2,6

Fuente: BCE.

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

La tasa de crecimiento interanual de los depósitos a corto plazo distintos de los depósitos a la vista aumentó hasta el 1,1 % en enero, desde el -1,1 % y el -5,1 % del cuarto y el tercer trimestres de 2010, respectivamente. Sin embargo, los distintos subcomponentes continuaron mostrando una evolución divergente, dado que la tasa de crecimiento interanual de los depósitos a corto plazo volvió a avanzar de manera significativa, a pesar de permanecer en niveles negativos, mientras que la tasa de crecimiento interanual de los depósitos de ahorro a corto plazo siguió disminuyendo, aunque continuó siendo considerablemente positiva.

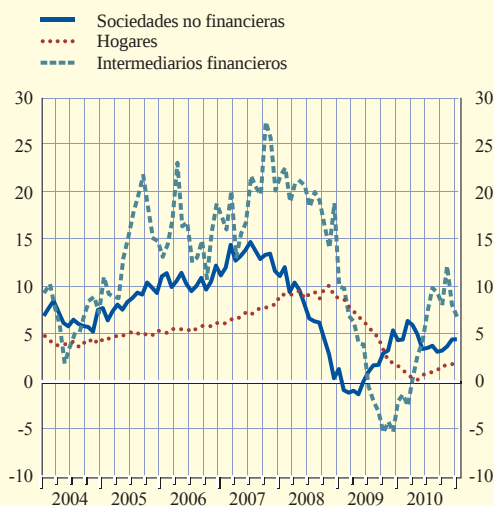
En gran medida, el estrechamiento de la brecha entre las tasas de crecimiento de M1 y de los depósitos a corto plazo distintos de los depósitos a la vista es reflejo de la evolución de los tipos de interés. En general, los tipos de interés de los depósitos a corto plazo y de los depósitos de ahorro a corto plazo volvieron a aumentar ligeramente en el cuarto trimestre, al igual que el diferencial con respecto al tipo de interés al que se remuneran los depósitos a la vista. Esta mayor inclinación de la pendiente de la curva de rendimientos a los plazos más cortos ha propiciado desplazamientos de los depósitos a la vista hacia otros depósitos de M3 mejor remunerados.

La tasa de crecimiento interanual de los instrumentos negociables aumentó hasta el -3,1 % en el cuarto trimestre, desde el -6,6% del tercer trimestre, pero volvió a disminuir a principios de año hasta situarse en el -4,2% en enero. Este descenso se debió, en gran parte, a la evolución registrada por dos subcomponentes de estos instrumentos. Primero, el considerable aumento observado en las cesiones temporales en noviembre, que estaba relacionado con operaciones interbancarias realizadas a través de entidades de contrapartida central, ha remitido desde entonces. Segundo, las participaciones en fondos del mercado monetario han experimentado reducciones relativamente significativas, lo cual refleja, muy probablemente, el coste de oportunidad de mantener estos instrumentos, dado el reducido nivel actual de los tipos de interés a corto plazo.

La tasa de crecimiento interanual de los depósitos de M3, que incluyen los depósitos a corto plazo y las cesiones temporales, y que constituyen el agregado monetario más amplio para el que se dispone de información fiable por sectores, se situó en el 3 % en enero, un descenso con respecto al 3,4 % del cuarto trimestre, pero todavía por encima de la tasa del 2,2 % del tercer trimestre. Esta evolución refleja, en gran medida, las contribuciones de los hogares y de los intermediarios financieros no monetarios distintos de los fondos de pensiones y las empresas de seguros (OIF), que incluyen el fuerte impacto de las operaciones interbancarias realizadas a través de entidades de contrapartida central, las cuales se registran como cesiones temporales de OIF (véase gráfico 12). La aportación de las sociedades no financieras se mantuvo prácticamente sin variación en el cuarto trimestre y en enero. La contribución del sector hogares se ha incrementado significativamente en los últimos meses, y en enero fue similar a la del sector de OIF. El considerable aumento observado reciente-

Gráfico 12 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.

mente en la aportación de los hogares es reflejo no solo del peso del sector en términos de tenencias totales de depósitos, sino también de su reacción un tanto retardada a los cambios en la configuración de los tipos de interés.

PRINCIPALES CONTRAPARTIDAS DE M3

En cuanto a las contrapartidas de M3, la tasa de crecimiento interanual del crédito total concedido por las IFM a residentes en la zona del euro aumentó notablemente y se situó en el 3,8% en enero de 2011, frente al 3,3% del cuarto trimestre de 2010 y el 2% del tercer trimestre (véase cuadro 2). El avance observado en enero estuvo impulsado por el crédito al sector privado, mientras que el crédito de las IFM a las Administraciones Públicas se mantuvo sin variación.

La tasa de crecimiento interanual del crédito otorgado por las IFM al sector privado volvió a aumentar hasta situarse en el 2% en enero, frente al 1,5% y al 0,8% del cuarto y el tercer trimestres, respectivamente. La tasa de crecimiento interanual de las tenencias de valores del sector privado en manos de las IFM se mantuvo en niveles moderados (-0,2% en enero), debido a que las operaciones de titulización retenidas fueron relativamente escasas en los últimos meses en comparación con períodos anteriores. La tasa de crecimiento interanual de las tenencias de acciones y otras participaciones por parte de las IFM se incrementó en el cuarto trimestre y en enero, cuando se situó en el 1,9%.

La tasa de crecimiento interanual de los préstamos otorgados por las IFM al sector privado —el principal componente del crédito a este sector— mantuvo su tendencia al alza, ascendiendo hasta el 2,4% en enero, desde el 1,7% registrado en el cuarto trimestre y el 0,9% del tercer trimestre (véase cuadro 2). Esta evolución avala la tesis de que la recuperación observada desde comienzos de año en la dinámica de los préstamos al sector privado continúa, aunque de forma moderada. El ajuste por las operaciones de titulización sigue teniendo un impacto solo marginal en la tasa y el patrón de crecimiento interanual de los préstamos de las IFM al sector privado, como ha sido el caso desde principios de 2010.

El aumento de la tasa de crecimiento interanual de los préstamos al sector privado observado en enero obedeció al moderado incremento de la tasa de crecimiento interanual de los préstamos a los hogares, que ascendió hasta el 3,1%, mientras que la de los préstamos a las sociedades no financieras pasó a niveles positivos por primera vez desde agosto de 2009, situándose en el 0,4%, frente al -0,4% del cuarto trimestre y el -1,3% del tercer trimestre. La tasa de crecimiento interanual de los préstamos a OIF volvió a ascender en el cuarto trimestre y en enero.

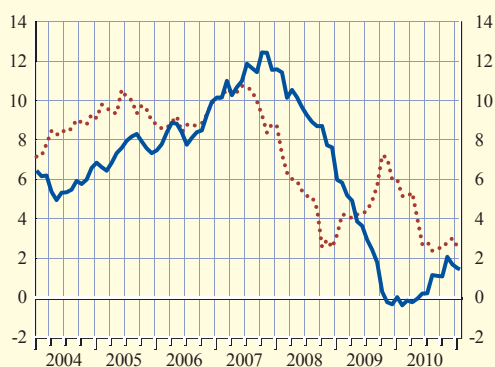
Los últimos datos confirman que la tasa de crecimiento interanual de los préstamos de las IFM a los hogares se ha estabilizado en torno al 3% desde mediados de 2010. Esta evolución sigue ocultando diferencias en las tasas de crecimiento de los distintos tipos de préstamo. La tasa de crecimiento interanual de los préstamos para adquisición de vivienda se mantuvo considerablemente positiva (situándose en el 3,9% en enero), mientras que el crecimiento interanual del crédito al consumo continuó siendo negativo (-0,8% en enero). El mayor dinamismo de los préstamos para adquisición de vivienda refleja la recuperación progresiva observada en algunos mercados de la vivienda de la zona del euro, mientras que la moderación del crédito al consumo puede obedecer, entre otras cosas, al hecho de que la tasa de crecimiento interanual de las ventas de automóviles nuevos siga siendo marcadamente negativa.

La tasa de crecimiento interanual de los préstamos otorgados a las sociedades no financieras se tornó positiva en enero, confirmando la recuperación gradual observada desde el segundo trimestre de 2010. Este aumento del endeudamiento es acorde con el ciclo económico y con la evolución de la confianza empresarial. También podría responder a una situación en la que, tras el endeudamiento

Gráfico 13 M3 y pasivos financieros a más largo plazo de las IFM

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

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

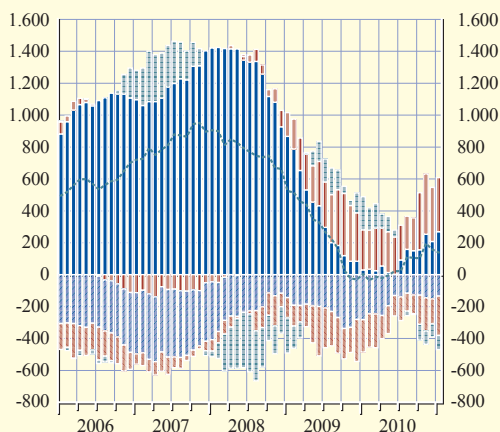


Fuente: BCE.

Gráfico 14 Contrapartidas de M3

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

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



Fuente: BCE.

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

inicial contraído principalmente para obtener capital circulante, se produce también ahora un incremento del endeudamiento para inversión en capital fijo. Sin embargo, en algunos sectores empresariales las necesidades de financiación pueden haberse mantenido contenidas debido a la disponibilidad de fondos internos.

Con respecto a las demás contrapartidas de M3, la tasa de crecimiento interanual de los pasivos financieros a más largo plazo de las IFM (excluidos capital y reservas) se mantuvo en el 2,6% en enero, prácticamente sin variación con respecto al 2,7% observado en el cuarto trimestre y al 2,6% registrado en el tercero (véase gráfico 13). A pesar de los flujos medios positivos del cuarto trimestre y de las entradas de enero, la tasa de crecimiento interanual de los depósitos a más largo plazo que obran en poder del sector tenedor de dinero se redujo, posiblemente por el menor atractivo de estos depósitos en comparación con otras formas de inversión financiera, como los fondos de renta variable.

Por último, las salidas interanuales de 88 mm de euros registradas en la posición acreedora neta frente al exterior de las IFM en enero se mantuvieron prácticamente sin variación con respecto al cuarto trimestre, lo cual sugiere que el descenso observado en la posición de esta contrapartida desde principios de 2010 no ha continuado (véase gráfico 14). La evolución de la posición acreedora neta frente al exterior oculta el hecho de que los flujos brutos interanuales de los activos y los pasivos exteriores se han reducido en los últimos meses y muestran signos de estar pasando de la contracción a la expansión.

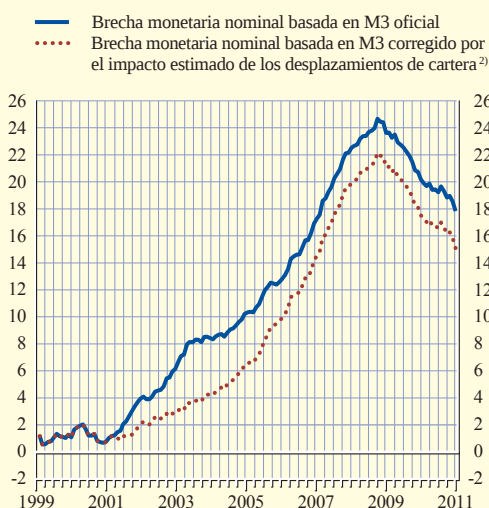
VALORACIÓN GENERAL DE LA SITUACIÓN DE LIQUIDEZ MONETARIA EN LA ZONA DEL EURO

En enero de 2011, teniendo en cuenta la evolución de las brechas monetarias nominal y real, el volumen de liquidez monetaria en la zona del euro volvió a reducirse ligeramente con respecto a sus elevados niveles, tras los descensos observados en el cuarto y el tercer trimestres de 2010 (véanse gráficos 15 y 16). Estas medidas de las condiciones de liquidez deben interpretarse con cautela, ya que se basan en una evaluación de los saldos monetarios de equilibrio. Ciertamente, las diferencias entre las distintas medidas de la brecha monetaria pueden tomarse como una indicación de la considerable incertidumbre existente en torno a las condiciones de liquidez en la zona del euro en la actual coyuntura. Pese a estas matizaciones, las medidas apuntan a una clara acumulación de liquidez monetaria en los últimos años, siendo poco probable que el período de crecimiento moderado de M3 observado desde finales de 2008 haya revertido por completo la liquidez previamente acumulada.

Analizando más allá de los factores especiales que han tenido un impacto en el crecimiento de M3 en los últimos meses, los datos más recientes continúan apuntando a una recuperación gradual del crecimiento monetario. Al mismo tiempo, el crecimiento de los préstamos al sector privado también se ha intensificado progresivamente, lo cual indica un posible aumento del crecimiento monetario subyacente. Sin embargo, se mantiene la incertidumbre en relación con el vigor futuro del crecimiento monetario. En conjunto, sigue siendo válida la valoración de que el crecimiento monetario subyacente es moderado y de que las presiones inflacionistas a medio y largo plazo derivadas de la evolución monetaria permanecen contenidas.

Gráfico 15 Estimaciones de la brecha monetaria nominal¹⁾

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



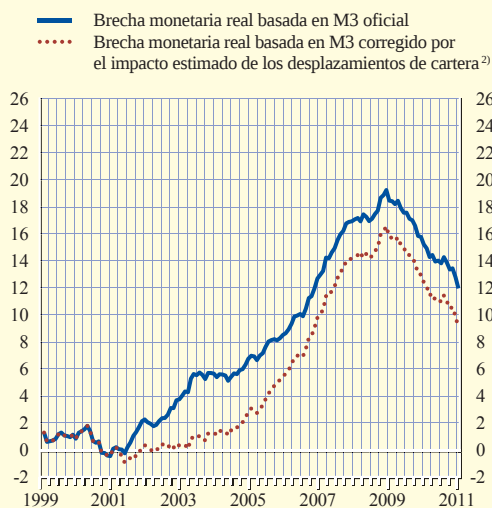
Fuente: BCE.

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», *Boletín Mensual*, BCE, Fráncfort del Meno, octubre de 2004.

Gráfico 16 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», *Boletín Mensual*, BCE, Fráncfort del Meno, octubre de 2004.

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 aumentó ligeramente hasta situarse en el 2,8% en el tercer trimestre de 2010, principalmente debido al mayor crecimiento de la inversión de las sociedades no financieras. Los flujos anuales de entrada en participaciones en fondos de inversión volvieron a disminuir durante el cuarto trimestre del año. La tasa de crecimiento interanual de la inversión financiera de las empresas de seguros y los fondos de pensiones se incrementó de forma marginal en el tercer trimestre.

SECTORES NO FINANCIEROS

En el tercer trimestre de 2010 (el más reciente para el que se dispone de datos), la tasa de crecimiento interanual de la inversión financiera total de los sectores no financieros aumentó hasta el 2,8%, desde el 2,6% del trimestre anterior (véase cuadro 3). La contribución negativa de la inversión en valores distintos de acciones y la aportación positiva de la inversión en reservas técnicas de seguro se mantuvieron prácticamente sin variación en comparación con el trimestre anterior. Las contribuciones de la inversión en depósitos y en acciones no cotizadas y otras participaciones volvieron a incrementarse (aunque solo ligeramente), mientras que la aportación de la inversión en participaciones en fondos de inversión cayó nuevamente.

El detalle por sectores no financieros indica que el ligero aumento observado en la tasa de crecimiento interanual de la inversión financiera total en el tercer trimestre fue consecuencia, principalmente, del crecimiento más intenso de la inversión financiera de las sociedades no financieras y, en menor medida, de las Administraciones Públicas, que volvió a niveles positivos tras dos trimestres consecutivos de crecimiento negativo. En concreto, la tasa de crecimiento interanual de la inversión financiera de las

Cuadro 3 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									
		2008 II	2008 III	2008 IV	2009 I	2009 II	2009 III	2009 IV	2010 I	2010 II	2010 III
Inversión financiera	100	4,2	4,0	4,2	3,8	3,8	3,5	2,4	2,5	2,6	2,8
Efectivo y depósitos	23	5,8	6,0	7,1	7,5	7,1	6,1	3,6	1,9	1,8	2,3
Valores distintos de acciones, excluidos derivados financieros	6	4,6	3,4	5,6	5,3	1,6	-0,8	-4,0	-5,3	-2,5	-2,1
De las cuales: A corto plazo	1	15,5	-0,2	10,1	-12,6	-18,2	-20,2	-27,8	-22,5	-16,6	-3,3
De las cuales: A largo plazo	5	3,0	4,0	4,9	8,5	4,9	2,4	0,1	-2,6	-0,5	-1,9
Acciones y otras participaciones, excluidas											
participaciones en fondos de inversión	29	3,3	3,1	3,8	4,2	4,6	4,6	2,9	2,6	1,8	1,5
De las cuales: Acciones cotizadas	6	4,7	4,7	3,2	4,3	4,1	6,0	6,7	7,2	3,2	0,7
De las cuales: Acciones no cotizadas y otras participaciones	23	2,8	2,5	4,0	4,1	4,7	4,2	1,9	1,5	1,4	1,7
Participaciones en fondos de inversión	5	-5,4	-5,3	-6,3	-5,3	-4,4	-2,1	0,9	0,5	-0,6	-1,8
Reservas técnicas de seguro	15	3,6	3,4	2,7	2,9	3,4	3,9	4,9	5,4	5,1	5,0
Otros ²⁾	22	7,7	7,0	5,7	1,9	2,1	1,6	1,2	3,5	4,7	5,9
M3 ³⁾		9,7	8,7	7,6	5,2	3,6	1,8	-0,3	-0,1	0,2	1,1

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.

sociedades no financieras experimentó un avance significativo, elevándose desde el 1,4% registrado en el cuarto trimestre de 2009 (el nivel más bajo desde el comienzo de la tercera fase de la UEM) hasta el 3,4% observado en el tercer trimestre de 2010. En cambio, el crecimiento de la inversión financiera de los hogares volvió a debilitarse, disminuyendo por tercer trimestre consecutivo (véase gráfico 17). Para obtener información más detallada sobre la evolución de la inversión financiera del sector privado, véanse las secciones 2.6 y 2.7.

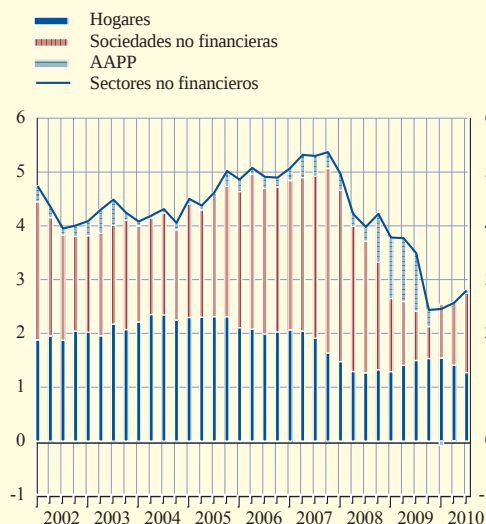
INVERSORES INSTITUCIONALES

Las nuevas estadísticas armonizadas de la zona del euro sobre fondos de inversión indican que los flujos anuales de entrada en participaciones en fondos de inversión (excluidos los fondos del mercado monetario) se redujeron hasta situarse en 328 mm de euros en el cuarto trimestre de 2010, frente a los 355 mm de euros del trimestre anterior. Su tasa de crecimiento interanual volvió a disminuir, desde el 7,2% hasta el 6,4%. El desglose por política de inversión muestra que el descenso observado en los flujos anuales de entrada se debe, principalmente, a las menores entradas en fondos de renta fija, pero también responde a una caída de las entradas en fondos mixtos. Estos resultados podrían ser consecuencia del impacto de la intensificación de las tensiones en algunos mercados de deuda soberana (véase gráfico 18). En cambio, los flujos anuales de entrada en fondos de renta variable se incrementaron ligeramente en comparación con el trimestre anterior. Los fondos del mercado monetario volvieron a registrar importantes flujos de salida anuales durante el cuarto trimestre, reflejando el coste de oportunidad de mantener estos instrumentos, dado el reducido nivel de los tipos de interés a corto plazo, que constituyen la referencia de estos fondos.

El impacto de las tensiones en los mercados de deuda soberana es más apreciable en los datos intratrimestrales. Los flujos de entrada trimestrales en participaciones en fondos de inversión (excluidos los fondos del mercado monetario) ascendieron a un total de 82 mm de euros en el cuarto trimestre de 2010 (con arreglo a datos sin desestacionalizar).

Gráfico 17 Inversión financiera de los sectores no financieros

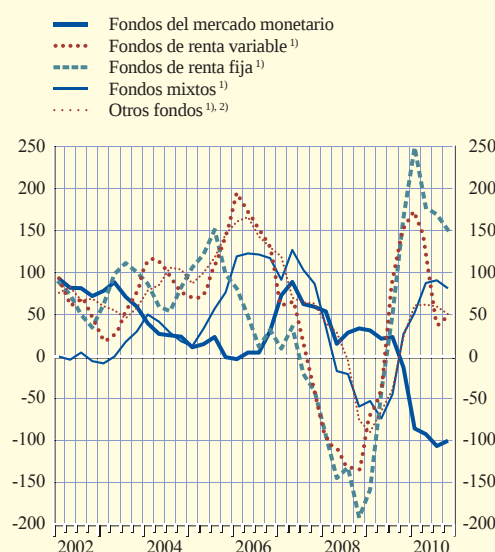
(tasas de variación interanual; en puntos porcentuales)



Fuente: BCE.

Gráfico 18 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 de cálculos del BCE.

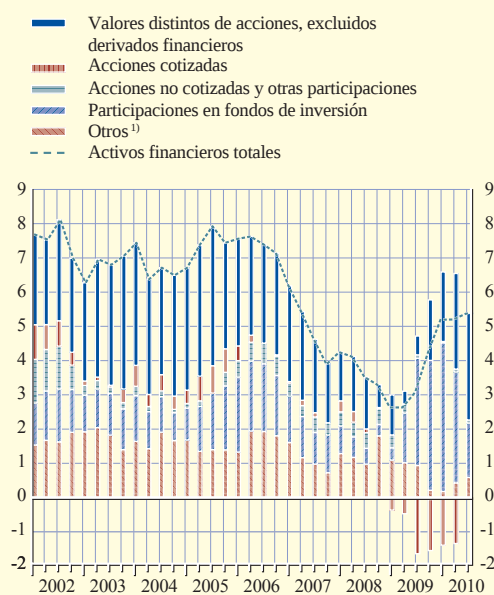
2) Incluye los fondos inmobiliarios, los fondos de inversión libre y los fondos no clasificados en otros fondos.

Aunque el volumen de entradas casi no varió con respecto al trimestre anterior, su composición (es decir, los tipos de fondo de inversión afectados) sí cambió. Los flujos de entrada en fondos de renta fija descendieron en el cuarto trimestre, en un contexto de tensiones renovadas en los mercados de deuda soberana, mientras que los flujos de entrada en fondos de renta variable aumentaron y los flujos de otros fondos se tornaron positivos. Esta evolución puede obedecer a un desplazamiento de los fondos como consecuencia de las tensiones actuales en los mercados de renta fija. Los fondos mixtos registraron flujos de entrada apenas algo más elevados que en el trimestre anterior.

La tasa de crecimiento interanual de la inversión financiera total realizada por las empresas de seguros y los fondos de pensiones se situó en el 5,4% en el tercer trimestre, un nivel ligeramente superior al del trimestre anterior (véase gráfico 19). Esta evolución estuvo determinada por un nuevo aumento de la contribución de la inversión en valores distintos de acciones, que, no obstante, se vio moderado por otro descenso significativo de la aportación de la inversión en participaciones en fondos de inversión. La contribución negativa de la inversión en acciones cotizadas disminuyó, lo cual sugiere que las empresas de seguros y los fondos de pensiones han reestructurado su distribución de fondos, favoreciendo la inversión directa en los mercados de capitales frente a la inversión indirecta a través de fondos de inversión.

Gráfico 19 Inversión financiera de las empresas de seguros y los fondos de pensiones

(tasas de variación interanual; en puntos porcentuales)



Fuente: BCE.

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

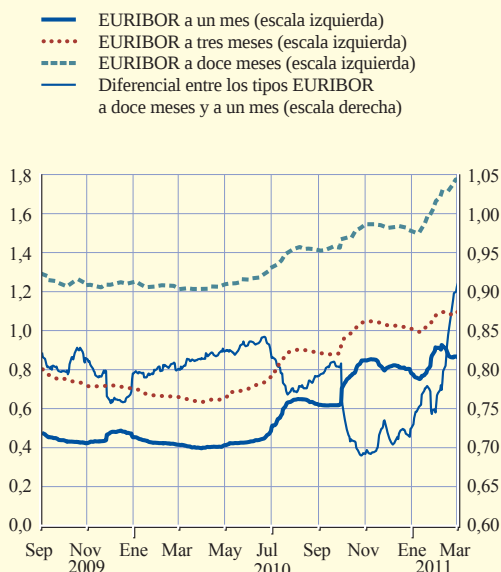
2.3 TIPOS DE INTERÉS DEL MERCADO MONETARIO

Los tipos de interés del mercado monetario aumentaron en el período comprendido entre diciembre de 2010 y marzo de 2011, mientras que su volatilidad siguió siendo elevada, lo cual es reflejo, en parte, de las expectativas de subidas de tipos de interés en los segmentos a más largo plazo del mercado monetario. En cuanto al vencimiento a un día, el EONIA también mantuvo su volatilidad, como consecuencia de la nueva mejora de los mercados monetarios y de una situación de liquidez más equilibrada.

Los tipos de interés de los depósitos sin garantías aumentaron en todos los plazos de vencimiento durante los tres últimos meses, continuando así la tendencia al alza observada desde mayo de 2010. El 2 de marzo de 2011, los tipos EURIBOR a un mes, a tres meses, a seis meses y a doce meses se situaban en el 0,87%, el 1,10%, el 1,38% y el 1,78%, respectivamente, esto es, 5, 7, 12 y 25 puntos básicos, respectivamente, por encima de los niveles observados el 1 de diciembre de 2010. 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 significativo, de 19 puntos básicos, en dicho período, hasta situarse en 91 puntos básicos el 2 de marzo (véase gráfico 20).

Gráfico 20 Tipos de interés del mercado monetario

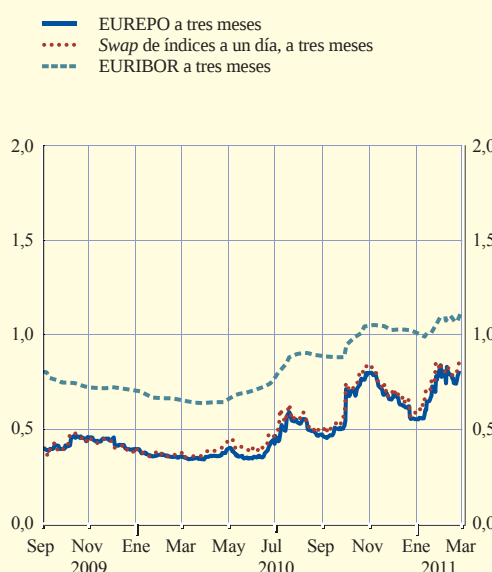
(porcentaje; puntos porcentuales; datos diarios)



Fuentes: BCE y Thomson Reuters.

Gráfico 21 EUREPO, EURIBOR y swap de índices a un día, a tres meses

(porcentaje; datos diarios)



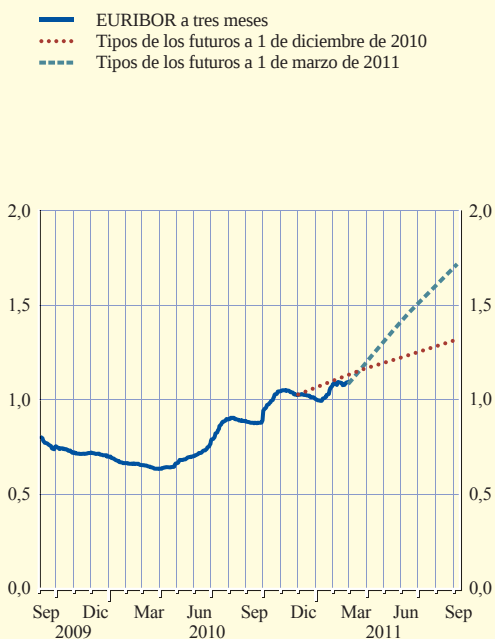
Fuentes: BCE, Bloomberg y Thomson Reuters.

La volatilidad ligeramente más elevada observada en los tipos de interés del mercado monetario con garantías (como el EUREPO o los tipos derivados de los *swaps* del EONIA) en la segunda mitad de 2010 continuó durante el período analizado (véase gráfico 21). Este período se caracterizó por la tercera joroba temporal en los tipos con garantías desde mayo de 2010, que guardó relación, probablemente, con el vencimiento de la última OFPML a un año en diciembre de 2010. Dicha joroba consistió en un fuerte incremento de los tipos, seguido por un descenso moderado, que contribuyó a la tendencia general al alza observada desde mayo de 2010. El tipo *swap* del EONIA a tres meses se situó en el 0,83 % el 2 de marzo, alrededor de 13 puntos básicos por encima del nivel registrado el 1 de diciembre. El correspondiente EURIBOR sin garantías aumentó menos que el tipo *swap* con garantías, de forma que el diferencial entre los dos tipos se redujo desde los 33 puntos básicos del 1 de diciembre hasta los 26 puntos básicos del 2 de marzo, volviendo así a niveles comparables con los registrados en abril y octubre de 2010. La evolución experimentada durante el período analizado refleja la mejora de la situación de los mercados financieros, tras un período de intensificación de las tensiones en noviembre de 2010.

El 2 de marzo, los tipos de interés implícitos en los precios de los futuros del EURIBOR a tres meses con vencimiento en marzo, junio y septiembre de 2011 se situaron en el 1,14 %, el 1,46 % y el 1,72 %, respectivamente, lo que representa un descenso de 2 puntos básicos para el contrato de marzo y aumentos de 22 y 40 puntos básicos, respectivamente, para los contratos de junio y septiembre, en comparación con los niveles observados el 1 de diciembre. Esta evolución implica que la curva del EURIBOR acentuó la inclinación de su pendiente para estos vencimientos (véase gráfico 22). Las volatilidades implícitas obtenidas de las opciones sobre futuros del EURIBOR a tres meses con plazo de vencimiento constante de tres, seis, nueve y doce meses se redujeron ligeramente en diciembre de 2010, pero volvieron a intensificarse en los dos primeros meses de 2011, siendo el incremento algo mayor para los

Gráfico 22 Tipos de interés a tres meses y tipos de interés de los futuros en la zona del euro

(porcentaje; datos diarios)

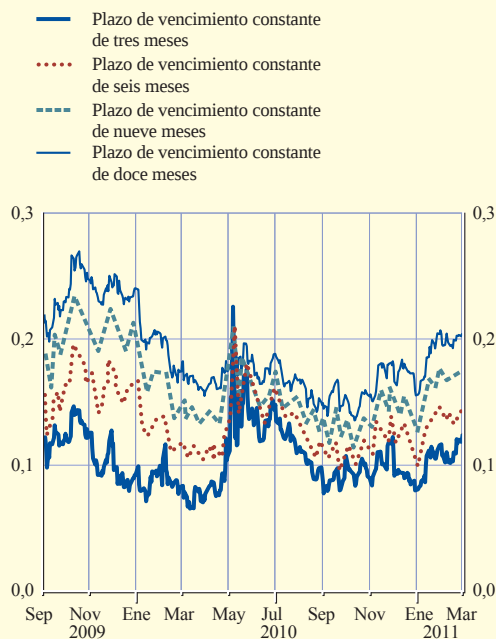


Fuente: Thomson Reuters.

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

Gráfico 23 Volatilidad implícita de las opciones sobre futuros del EURIBOR a tres meses con plazo de vencimiento constante

(porcentaje; datos diarios)



Fuentes: Thomson 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.

plazos más largos (véase gráfico 23). Al mismo tiempo, la evidencia disponible sugiere que la probabilidad percibida por los participantes en el mercado de cambios importantes futuros en el EURIBOR está ahora en su nivel más bajo desde el comienzo de la crisis. (Para más información sobre las densidades implícitas, véase el artículo titulado «El contenido informativo de los precios de las opciones durante la crisis financiera», en el Boletín Mensual de febrero de 2011).

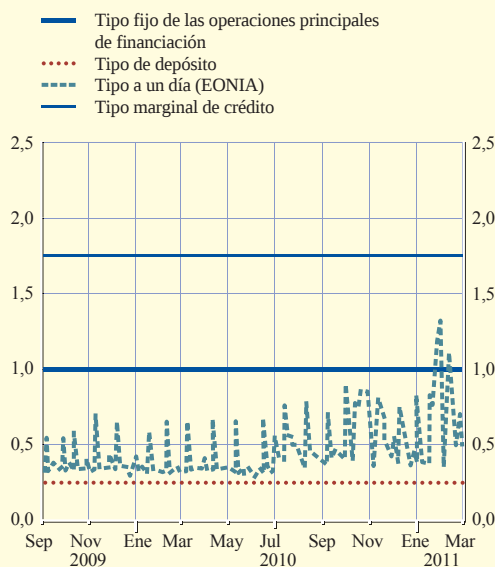
Si se considera el vencimiento a un día, la volatilidad del EONIA volvió a aumentar en el período analizado, como consecuencia, particularmente, de la situación de liquidez y de los efectos de fin de año, y fue significativamente más elevada que durante la mayor parte de 2010. Al comienzo de cada uno de los dos primeros períodos de mantenimiento de 2011, el EONIA se situó brevemente por encima del tipo principal de financiación, un hecho que no se observaba desde junio de 2009, y en ambas ocasiones retornó a niveles muy inferiores al tipo principal de financiación hacia el final del período de mantenimiento. El 2 de marzo, el EONIA se situó en el 0,47 % (véase gráfico 24).

En el período de referencia, el BCE siguió prestando apoyo a los mercados monetarios realizando algunas operaciones para inyectar liquidez con vencimiento a una semana, un período de mantenimiento y tres 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. Asimismo, el BCE llevó a cabo operaciones semanales de absorción de liquidez a una semana aplicando un procedimien-

to de subasta a tipo de interés variable con un tipo máximo de puja del 1 %. Con estas operaciones de absorción de liquidez, el BCE adjudicó un volumen que se corresponde con el importe de las adquisiciones efectuadas en el marco del programa para los mercados de valores, que ascendía a 77,5 mm de euros a 2 de marzo (véase también recuadro 3). La liquidez en la zona del euro continúa siendo abundante y se está absorbiendo mediante un significativo recurso diario a la facilidad de depósito y mediante las operaciones de ajuste a una semana que esterilizan las adquisiciones realizadas en el marco del programa para los mercados de valores.

Gráfico 24 Tipos de interés del BCE y tipo de interés a un día

(porcentaje; datos diarios)



Fuentes: BCE y Thomson Reuters.

Recuadro 3

SITUACIÓN DE LIQUIDEZ Y OPERACIONES DE POLÍTICA MONETARIA EN EL PERÍODO COMPRENDIDO ENTRE EL 10 DE NOVIEMBRE DE 2010 Y EL 8 DE FEBRERO DE 2011

En este recuadro se describe la gestión de la liquidez realizada por el BCE durante los períodos de mantenimiento de reservas que finalizaron el 7 de diciembre de 2010 y el 18 de enero y el 8 de febrero de 2011. Durante ese período, todas las operaciones de financiación siguieron realizándose mediante procedimientos de subasta a tipo de interés fijo con adjudicación plena. Prosiguió la normalización gradual de las operaciones de política monetaria, venciendo el 23 de diciembre la última operación de financiación a más largo plazo (OFPML) a un año. El 2 de diciembre, el Consejo de Gobierno del BCE decidió que todas las operaciones principales de financiación (OPF), las operaciones de financiación a plazo especial con vencimiento de un período de mantenimiento y las OFPML a tres meses se ejecutarían mediante procedimientos de subasta a tipo de interés fijo con adjudicación plena, como mínimo hasta el final del tercer período de mantenimiento de 2011, el 12 de abril.

El programa para los mercados de valores (SMP, en sus siglas en inglés), anunciado el 10 de mayo de 2010, siguió aplicándose en paralelo con operaciones de absorción de liquidez semanales con vencimiento a una semana encaminadas a esterilizar la provisión de liquidez adicional derivada de dicho programa.

Necesidades de liquidez del sistema bancario

En el período considerado, las necesidades diarias agregadas de liquidez del sistema bancario —definidas como la suma de los factores autónomos, las exigencias de reservas y el exceso de reservas (es decir, los saldos en cuenta corriente por encima de las exigencias de reservas)— ascendieron, en promedio, a 520,3 mm de euros, lo que representó un descenso de 28,5 mm de euros con respecto a la media diaria de los tres períodos de mantenimiento anteriores.

Este descenso se debió, principalmente, a una reducción de 26,8 mm de euros del valor medio de los factores autónomos, que se situó en 308,9 mm de euros. El valor medio de las exigencias de reservas disminuyó en 1,9 mm de euros, situándose en 211,3 mm de euros. El exceso de reservas diario se situó, en promedio, en 1,144 mm de euros, aunque alcanzó los 1,86 mm de euros en el período de mantenimiento que finalizó en enero, siendo ese el nivel más alto registrado desde el máximo histórico observado en la época de la quiebra de Lehman Brothers (véase gráfico A).

Oferta de liquidez

En el período considerado, la liquidez total proporcionada a través de operaciones de mercado abierto ascendió, en promedio, a 574,3 mm de euros, lo que supuso un descenso de 40 mm de euros con respecto a los tres períodos de mantenimiento anteriores. Las operaciones de subasta¹ aportaron un promedio de 441,3 mm de euros. El programa de adquisiciones de bonos garantizados (CBPP, en sus siglas en inglés), cuyas adquisiciones concluyeron el 30 de junio de 2010, contribuyó con 60,7 mm de euros y, junto con el programa para los mercados de valores, proporcionó, en promedio, 133 mm de euros. Durante el período de referencia se absorbió un promedio de 70,7 mm de euros a través de operaciones de ajuste.

En comparación con los tres períodos de mantenimiento comprendidos entre el 11 de agosto y el 9 de noviembre de 2010, las OPF a una semana proporcionaron, en promedio, 188,9 mm de euros, lo que representó un aumento de 22,3 mm de euros, mientras que la liquidez aportada, en promedio, por las OFPML disminuyó en 66,5 mm de euros, hasta situarse en 323 mm de euros. Este descenso se debió, en gran medida, a la renovación parcial de las tres OFPML² que vencieron el 30 de septiembre y al vencimiento de la última OFPML a un año (96,9 mm de euros) el 23 de diciembre, lo que dio lugar, en este último caso, a una reducción de unos 33,9 mm de euros de la financiación total proporcionada, en promedio, por las OFPMF en el período considerado.

La liquidez aportada, en promedio, por las operaciones de financiación a plazo especial con vencimiento de un período de mantenimiento aumentó en 24,5 mm de euros, hasta situarse en 67,2 mm de

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

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



Fuente: BCE

1 Las operaciones de subasta comprenden las OPF, las OFPML y las operaciones de ajuste, la última de las cuales puede ser tanto de inyección como de absorción de liquidez.

2 El 30 de septiembre, vencieron tres OFPML, una a tres meses, una a seis meses y una a un año, por un importe total de 224,7 mm de euros.

euros, en el período considerado. Al mismo tiempo, la liquidez proporcionada, en promedio, por las OFPML a tres meses se incrementó en 46,4 mm de euros, hasta los 209,6 mm de euros (los importes adjudicados se elevaron especialmente después de la última operación a un año que venció en diciembre de 2010), retornando así a los niveles observados en el otoño de 2008.

El 4 de febrero de 2011, el importe de las adquisiciones liquidadas en el marco del programa para los mercados de valores se situó en 76,5 mm de euros, frente a los 64 mm de euros registrados el 5 de noviembre de 2010.

Al mismo tiempo, las operaciones semanales de absorción de la liquidez proporcionada por el programa para los mercados de valores aumentaron en la misma medida, absorbiendo, en promedio, 69,6 mm de euros en el período considerado. La liquidez absorbida mediante operaciones de ajuste con vencimiento a un día el último día de cada período de mantenimiento ascendió, en promedio, a 146,9 mm de euros, situándose en un nivel muy cercano al observado en los tres períodos de mantenimiento anteriores (véase gráfico B).

Uso de las facilidades permanentes

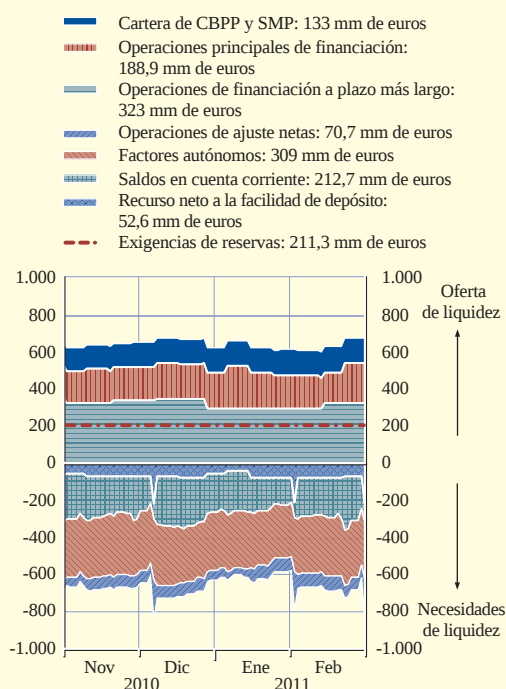
El descenso general de la oferta de liquidez y la reducción del exceso de liquidez hasta situarse, en promedio, en 54 mm de euros en el período considerado se tradujeron en un menor recurso neto a la facilidad de depósito³, que se situó en un promedio diario de unos 52,6 mm de euros. Como resultado de la evolución de la liquidez⁴, el recurso neto diario a la facilidad de depósito fluctuó de forma significativa en los tres períodos de mantenimiento considerados, situándose, en promedio, en 40,2 mm de euros entre el inicio del período de referencia y el 23 de diciembre de 2010, en 84,6 mm de euros entre el 23 de diciembre y el final del segundo período de mantenimiento el 18 de enero de 2011, y en 39,2 mm de euros en el tercer período de mantenimiento, que finalizó el 8 de febrero de 2011.

Tipos de interés

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

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

(mm de euros; al lado de cada rúbrica se muestran las medias diarias para todo el período)



Fuente: BCE.

3 El recurso neto a la facilidad de depósito es igual a la diferencia entre el recurso a la facilidad de depósito y el recurso a la facilidad marginal de crédito, incluidos los fines de semana.

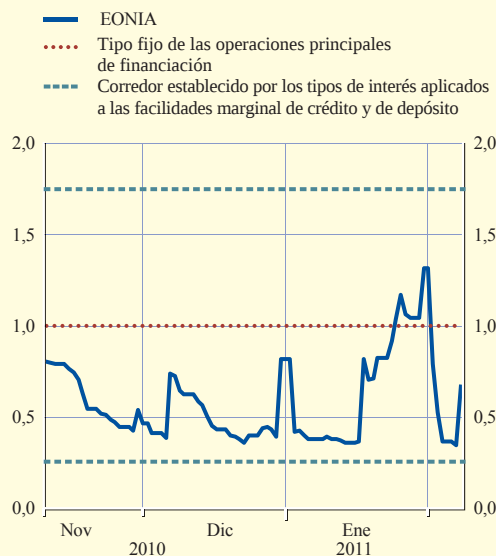
4 El vencimiento de la última OFPML a un año el 23 de diciembre y la liquidación de una operación puente a seis días realizada el mismo día.

Dado que la liquidez seguía siendo abundante en el período considerado y que el exceso de liquidez era ligeramente menor, aunque todavía elevado, el EONIA se mantuvo bastante por debajo del tipo de interés de las operaciones principales de financiación, situándose, en promedio, en el 0,59 %. Sin embargo, debido a distintos factores, la volatilidad del EONIA aumentó hasta niveles comparables con los observados en períodos anteriores a junio de 2009. En el período considerado, el EONIA osciló entre el 0,34 % y el 1,32 % y su volatilidad fue reflejo de la situación de liquidez y de efectos de fin de año, así como de otros efectos técnicos.

En el primero de los períodos de mantenimiento considerados, el EONIA mostró una tendencia que seguía el ciclo de mantenimiento de reservas, situándose inicialmente en el 0,81 % y disminuyendo gradualmente hasta el 0,39 % hacia el final del período de mantenimiento, cuando estaba a punto de completarse con éxito el cumplimiento de las reservas exigidas (véase gráfico C). Mientras que el último período de mantenimiento de 2010 empezó de forma similar, el EONIA se elevó temporalmente hasta el 0,82 %, debido a factores como los efectos de fin de año. Posteriormente, el EONIA volvió a niveles inferiores al 0,40 % (en una situación de liquidez abundante y de pronto cumplimiento de las reservas exigidas) hasta el último día del período de mantenimiento (18 de enero de 2011), fecha en que subió hasta el 0,81 %. En el corto período de mantenimiento (21 días), que comenzó el 19 de enero de 2011, la ratio de cumplimiento de las reservas de las entidades de contrapartida retornó a los niveles anteriores a la crisis (cumplimiento diario equilibrado de las reservas exigidas), aunque con signos de cumplimiento insuficiente, lo que elevó gradualmente el EONIA, hasta alcanzar el 1,32 % el 1 de febrero. Sin embargo, después de registrarse en la misma semana un aumento de 213,7 mm de euros de las adjudicaciones de OPF, que permitió a las entidades de contrapartida incrementar sus reservas hacia el final del período de mantenimiento, el EONIA volvió a niveles inferiores al 0,40 %.

Gráfico C El EONIA y los tipos de interés del BCE

(tipos de interés diarios, en porcentaje)



Fuente: BCE.

2.4 MERCADOS DE RENTA FIJA

Entre finales de noviembre de 2010 y el 2 de marzo de 2011, el rendimiento de la deuda pública con calificación crediticia AAA de la zona del euro y el de los bonos estadounidenses a largo plazo se elevaron en torno a 40 puntos básicos y 70 puntos básicos, respectivamente, como resultado, principalmente, del dinamismo económico observado en la zona del euro y en Estados Unidos. Este aumento se vio contrarrestado, solo en parte, por presiones a la baja derivadas de desplazamientos de fondos hacia activos más seguros, ante las tensiones políticas surgidas en Oriente Medio y el norte de África en febrero. Los mercados de renta fija continuaron registrando una volatilidad implícita algo elevada a ambos lados del Atlántico. Los indicadores de expectativas de inflación a largo plazo de los mercados financieros solo experimentaron un leve aumento y siguen sugiriendo que las expectativas de inflación permanecen firmemente ancladas. Los diferenciales de rendimiento de la deuda soberana entre países

de la zona del euro se estrecharon ligeramente en todos ellos, salvo en Portugal. Por otro lado, los diferenciales de la deuda emitida por los sectores financiero y no financiero se estrecharon levemente en todas las calificaciones crediticias.

Entre finales de noviembre de 2010 y el 2 de marzo de 2011, el rendimiento de la deuda pública a diez años con calificación crediticia AAA de la zona del euro se elevó, en general, unos 40 puntos básicos, hasta situarse en el 3,4 % el 2 de marzo (véase gráfico 25). En Estados Unidos, durante el mismo período el rendimiento de los bonos a largo plazo experimentó un mayor aumento, de unos 70 puntos básicos, situándose en el 3,5 % el 2 de marzo. En consecuencia, el diferencial de rendimiento nominal entre la deuda pública a diez años de Estados Unidos y la de la zona del euro se amplió desde -20 puntos básicos hasta cerca de 10 puntos básicos. En Japón, el rendimiento de la deuda pública a diez años se incrementó en 10 puntos básicos, hasta situarse en el 1,3 % el 2 de marzo.

La incertidumbre de los inversores acerca de la evolución a corto plazo de los mercados de renta fija, medida por la volatilidad implícita obtenida de las opciones, disminuyó ligeramente en la zona del euro y se mantuvo prácticamente sin cambios en Estados Unidos. Sin embargo, en ambos mercados la volatilidad implícita siguió siendo mucho más elevada que a finales de 2009, permaneciendo en niveles similares a los registrados durante las turbulencias que se produjeron en los mercados de deuda soberana a principios de mayo de 2010.

La evolución del rendimiento de la deuda pública a largo plazo con calificación crediticia AAA de la zona del euro en el período considerado estuvo determinada, principalmente, por la publicación de datos macroeconómicos positivos que evidenciaban que continúa la recuperación de la zona del euro. En consecuencia, se mantuvo la tendencia al alza del rendimiento de la deuda pública a largo plazo de la zona del euro iniciada en septiembre de 2010. Las fluctuaciones intramensuales en torno a esta tendencia se explican, básicamente, por las tensiones registradas en los mercados de deuda soberana de la zona del euro. La situación de estos mercados en la periferia de la zona del euro mejoró en enero de 2011, como resultado, por un lado, del dinamismo económico de la zona y, por otro, de las expectativas de los participantes en el mercado respecto a una posible ampliación del ámbito y del tamaño de la Facilidad Europea de Estabilización Financiera. Además, las subastas de deuda realizadas en algunos mercados de la periferia de la zona del euro suscitaron una demanda mayor de lo previsto, lo que tuvo un impacto positivo sobre el clima de los mercados. Sin embargo, hacia el final del período analizado, habían vuelto a surgir las tensiones en los mercados de deuda soberana de la zona del euro, como reflejo, sobre todo, de la preocupación de los participantes en el mercado acerca de lo que iba a decidirse respecto a la Facilidad Europea de Estabilización Financiera.

Gráfico 25 Rendimiento de la deuda pública a largo plazo

(porcentaje; datos diarios)



Fuentes: Bloomberg y Thomson Reuters.

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

En Estados Unidos, la publicación de datos económicos positivos fue también el principal factor determinante de la evolución del rendimiento de los bonos a largo plazo durante la mayor parte del período examinado. Los planes fiscales anunciados por la administración actual a comienzos de diciembre, que consistían fundamentalmente en la prolongación de las exenciones fiscales concedidas por la administración anterior y la prórroga de las prestaciones por desempleo, contribuyeron a elevar más el rendimiento de los bonos. Hacia el final del período considerado, las tensiones políticas que se extendieron por Oriente Medio y el norte de África provocaron desplazamientos de fondos hacia activos más seguros, que ejercieron presiones a la baja sobre el rendimiento de la deuda pública, tanto en la zona del euro como en Estados Unidos.

Entre finales de noviembre de 2010 y el 2 de marzo de 2011, los diferenciales de deuda soberana a diez años de los países de la zona del euro frente a Alemania se estrecharon ligeramente, salvo en Portugal, donde el diferencial apenas experimentó cambios. En diciembre se registraron fuertes tensiones en los mercados de deuda soberana de la zona del euro, tras el anuncio de que se estaba revisando la calificación crediticia de Portugal y la publicación de un informe del FMI que sugería no solo que Irlanda podía no cumplir sus objetivos de reducción del déficit, sino también que existía un importante riesgo de contagio desde Irlanda. En opinión de los participantes en el mercado, estas tensiones pudieron contenerse, en parte, merced a la mayor actividad asociada al programa del BCE para los mercados de valores. La situación de los mercados de deuda soberana en la periferia de la zona del euro mejoró en la segunda mitad de enero, como resultado de la publicación de datos económicos generalmente positivos y de las expectativas de los participantes en el mercado respecto a una posible ampliación del ámbito y del tamaño de la Facilidad Europea de Estabilización Financiera. En el transcurso del mes de febrero, las tensiones aumentaron en los mercados de deuda soberana, como reflejo, principalmente, de la pérdida de confianza de los participantes en el mercado acerca de lo que iba a decidirse respecto a la citada Facilidad. Otros factores, como la revisión a la baja de las perspectivas de crecimiento de Grecia y la rebaja, por parte de las agencias, de la calificación crediticia de algunas de las principales entidades de crédito de Irlanda en febrero, contribuyeron también al recrudecimiento de las tensiones.

Entre finales de noviembre de 2010 y el 2 de marzo de 2011, el rendimiento de los bonos a cinco y a diez años indicados con la inflación de la zona del euro no experimentó cambios, situándose en el 0,4% y el 1,3%, respectivamente, el 2 de marzo (véase gráfico 26). Tras la publicación de datos económicos positivos, durante la mayor parte del período analizado prosiguió la tendencia al alza del rendimiento real iniciada en el cuarto trimestre de 2010. En febrero, como consecuencia de las tensiones políticas surgidas en Oriente Medio y el norte de África, el rendimiento real volvió a bajar hasta los niveles registrados al final del mes de noviembre. En comparación con sus niveles de finales de noviembre, las tasas de inflación implícitas *spot* a cinco y a diez años se elevaron 50 puntos básicos y 40 puntos básicos en el período exami-

Gráfico 26 Rendimiento de los bonos de cupón cero indicados con la inflación en la zona del euro

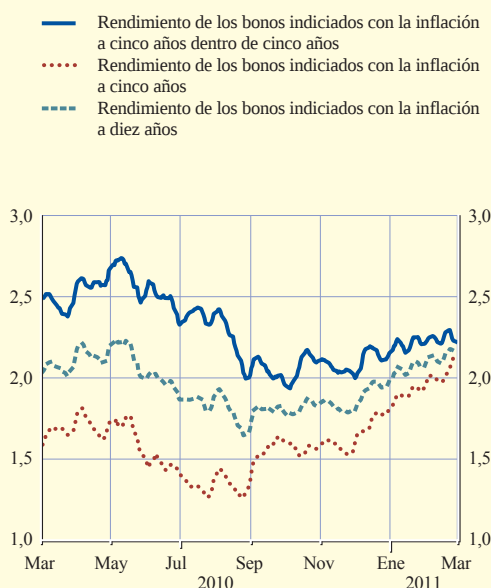
(porcentaje; medias móviles de cinco días de datos diarios; datos desestacionalizados)



Fuentes: Thomson Reuters y cálculos del BCE.

Gráfico 27 Rendimiento de los bonos de cupón cero indicados con la inflación en la zona del euro

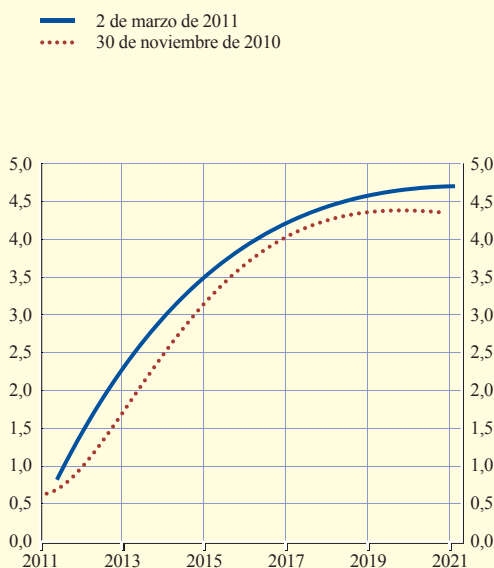
(porcentaje; medias móviles de cinco días de datos diarios; datos desestacionalizados)



Fuentes: Thomson Reuters y cálculos del BCE.

Gráfico 28 Tipos de interés *forward* implícitos a un día, en la zona del euro

(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.

nado (véase gráfico 27). Este moderado aumento de la pendiente de la curva de tasas de inflación implícitas *spot* supuso un moderado incremento, de 20 puntos básicos, de la tasa de inflación implícita *forward* a cinco años dentro de cinco años, que se situó en el 2,2% el 2 de marzo, fecha en la que la correspondiente medida implícita de los *swaps* indicados con la inflación se situó en el 2,3%. Es probable que este aumento de las tasas de inflación implícitas a medio plazo esté asociado a un repunte de la prima de riesgo de inflación. En general, en línea con otros indicadores de las expectativas de inflación procedentes de las encuestas, los datos relativos a las tasas de inflación implícitas siguen sugiriendo que las expectativas de inflación de los participantes en el mercado para la zona del euro permanecen firmemente ancladas.

La evolución de la estructura temporal de los tipos *forward* a corto plazo de la zona del euro muestra cómo la evolución general del rendimiento de la deuda pública a largo plazo de la zona del euro puede descomponerse entre las variaciones de las expectativas de tipos de interés (y de las correspondientes primas de riesgo) a distintos plazos (véase gráfico 28). El aumento del rendimiento de la deuda pública a largo plazo con respecto al observado a finales de noviembre, debido, principalmente, a la mejora de la situación económica, ha desplazado al alza en unos 20 puntos básicos la estructura temporal de los tipos *forward* a corto plazo para vencimientos superiores a tres años, y en unos 50 puntos básicos para vencimientos más cortos.

En comparación con sus niveles de noviembre, los diferenciales de renta fija privada de alta calidad emitida por los sectores financiero y no financiero se estrecharon en general, observándose un mayor descenso en la

deuda con calificación BBB emitida por instituciones financieras, aunque el diferencial se mantiene muy por encima de los niveles anteriores a la crisis. Los últimos datos sugieren que los diferenciales de renta fija privada, que se habían estabilizado a lo largo de la mayor parte del segundo semestre de 2010, han vuelto a tender a converger hacia el nivel que registraban antes de la crisis. Sin embargo, los diferenciales de deuda emitida por instituciones financieras en Grecia, Irlanda y Portugal se sitúan actualmente en niveles muy superiores a los registrados durante las turbulencias de principios de mayo de 2010. En los sectores financiero y no financiero de la zona del euro se siguió observando una intensa actividad emisora en el período considerado, especialmente en el mercado de bonos garantizados de la zona.

2.5 MERCADOS DE RENTA VARIABLE

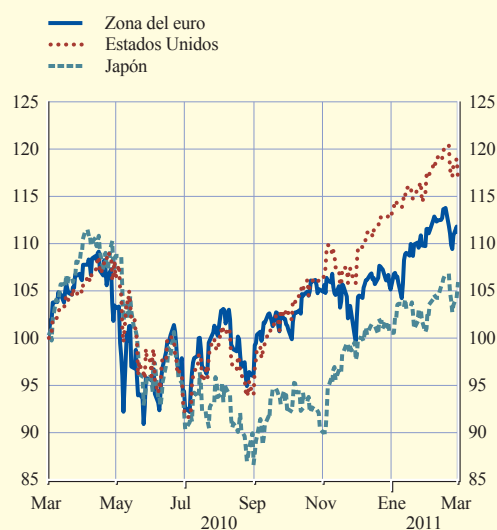
Los índices bursátiles amplios de la zona del euro y de Estados Unidos han subido, en general, tras la publicación de datos económicos positivos, de anuncios de mayores beneficios y de un ligero repunte de la tolerancia al riesgo en los tres últimos meses. Sin embargo, esta evolución favorable fue contrarrestada, en cierta medida, por las tensiones políticas surgidas en Oriente Medio y el norte de África en febrero. La incertidumbre de los mercados de valores de la zona del euro disminuyó en la mayor parte del período considerado, pero volvió a aumentar considerablemente tras el inicio de las citadas tensiones políticas.

Las cotizaciones bursátiles de la zona del euro y de Estados Unidos, medidas por el índice Dow Jones EURO STOXX y el índice Standard & Poor's 500, se elevaron un 10,6% y un 10,8%, respectivamente, entre finales de noviembre de 2010 y el 2 de marzo de 2011 (véase gráfico 29). El fuerte aumento de los precios de las acciones es reflejo, principalmente, de la mejora de las perspectivas económicas a ambos lados del Atlántico, así como de los anuncios de beneficios mayores de lo previsto. Los precios de las acciones han mostrado una clara tendencia al alza desde mediados de 2010, y los niveles alcanzados en el período analizado fueron los más altos registrados en más de 30 meses, elevando los índices hasta cotas que no se observaban desde septiembre de 2008, es decir, antes de la quiebra de Lehman Brothers. En línea con la evolución de los mercados de renta variable de la zona del euro y de Estados Unidos, el índice japonés Nikkei 225 subió también, un 5,6%, entre finales de noviembre de 2010 y el 2 de marzo de 2011.

Al final del período examinado, la incertidumbre de los mercados de renta variable, medida por la volatilidad implícita, se redujo en 6 puntos porcentuales en la zona del euro y en 3 puntos porcentuales en Estados Unidos (véase gráfico 30). La tendencia descendente que la volatilidad de los mercados de renta variable había empezado a mostrar a mediados de 2010 continuó a lo largo de la mayor parte del período considerado, como reflejo de la mejora de las perspectivas económicas.

Gráfico 29 Índices bursátiles

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



Fuentes: Thomson Reuters.

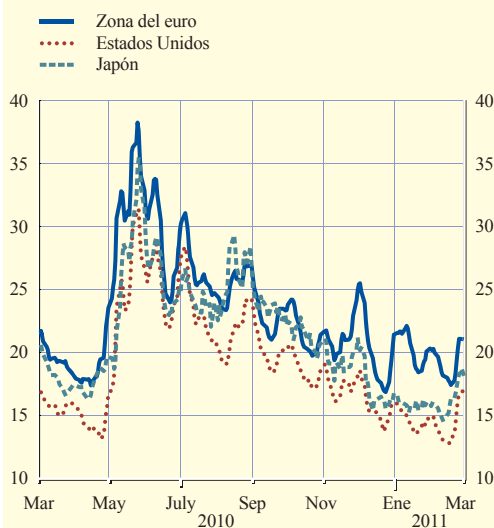
Nota: Índice Dow Jones EURO STOXX amplio para la zona del euro, Standard & Poor's 500 para Estados Unidos y Nikkei 225 para Japón.

Durante la mayor parte del período analizado, los mercados de deuda soberana de la zona del euro continuaron registrando fuertes tensiones, pese a que estas disminuyeron ligeramente en enero. Sin embargo, contrariamente a lo observado a principios de mayo de 2010, las turbulencias de los mercados de deuda soberana no provocaron grandes desplazamientos de fondos hacia activos más líquidos, lo que sugiere que la inquietud en torno a las perspectivas económicas puede haberse disipado, en gran medida, en la zona del euro. El dinamismo económico se ha reflejado en la publicación de datos económicos generalmente positivos en el sector industrial y en el de servicios de la zona del euro, mientras que los indicadores de las encuestas sugieren que las perspectivas de actividad económica siguen siendo alentadoras. En Estados Unidos también se publicaron datos económicos positivos en el período examinado, lo que dio lugar a una revisión al alza de las expectativas respecto a la actividad económica futura. En febrero, las tensiones políticas registradas en Oriente Medio y el norte de África redujeron ligeramente la mejora de la tolerancia al riesgo de los inversores.

En el período considerado, los índices bursátiles subieron en todos los sectores de la zona del euro, especialmente en el sector financiero, en el que los precios de las acciones experimentaron un fuerte aumento, que alcanzó el 20,4% (véase cuadro 4). En este sector, las mayores ganancias se observaron en enero, como resultado de cierta relajación de las tensiones en la mayor parte de los mercados de deuda soberana de la zona del euro, tras el éxito de

Gráfico 30 Volatilidad implícita de los mercados de renta variable

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



Fuente: Bloomberg.

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

Cuadro 4 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	9,8	6,5	14,0	7,5	23,8	3,9	14,6	4,7	6,8	8,4
Variación de los precios (datos a fin de período)											
IV 2009	2,1	15,3	3,3	9,0	6,8	-5,5	7,7	3,8	-3,9	2,0	0,3
I 2010	0,8	1,6	6,8	3,5	-1,7	-2,6	4,0	4,1	16,0	-4,5	-3,3
II 2010	-11,1	-8,3	-7,2	3,1	-13,4	-17,6	-7,5	-7,1	-17,3	-12,1	-18,3
III 2010	7,3	9,0	11,1	8,0	5,3	8,2	-0,2	5,6	3,2	12,8	4,9
IV 2010	3,8	16,3	0,7	9,0	7,9	-7,0	-1,1	13,3	10,2	-4,7	2,9
Enero 2011	4,4	-3,1	2,2	-1,9	6,1	12,5	3,1	2,2	6,3	4,9	6,4
Febrero 2011	1,9	3,0	-0,7	0,4	3,5	3,3	2,6	2,3	0,4	1,1	0,2
30 nov 2010-2 mar 2011	10,6	6,7	1,7	1,7	17,3	20,4	8,7	10,7	15,6	6,1	9,5

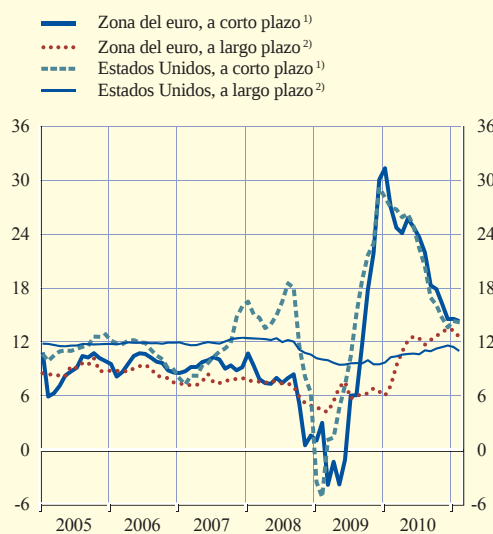
Fuentes: Thomson Reuters y cálculos del BCE.

las subastas de deuda y ante una actitud ligeramente más positiva frente al riesgo. Los precios de las acciones del sector no financiero de la zona del euro continuaron mostrando la tendencia al alza que se venía observando prácticamente de forma ininterrumpida desde que empezó a manifestarse a mediados de 2010, con un aumento del 7,7% entre finales de noviembre de 2010 y principios de marzo de 2011. Dentro del sector no financiero, se registraron peores resultados en los sectores de bienes de consumo y de servicios de consumo, mientras que los sectores industrial, tecnológico y del petróleo y del gas siguieron registrando los buenos resultados observados desde mediados de 2010. Durante el período analizado, los precios de las acciones experimentaron una evolución positiva en todos los países de la zona del euro, especialmente en los que habían sufrido recientemente fuertes tensiones en los mercados de deuda soberana.

La evolución positiva de los precios de las acciones en un contexto de dinamismo económico se refleja también para el crecimiento de los beneficios efectivos por acción y en las favorables expectativas de beneficios para los próximos doce meses. La tasa de crecimiento interanual de los beneficios efectivos por acción de las empresas incluidas en el índice Dow Jones EURO STOXX se situó en el 34% en febrero de 2011, frente al 31% de noviembre de 2010. El crecimiento de los beneficios por acción esperados en los próximos doce meses se sitúa en el 15%, un nivel elevado, aunque ligeramente inferior al 17% previsto en noviembre de 2010. Las perspectivas para los beneficios efectivos y esperados son favorables de forma generalizada en todos los sectores económicos. Además, a lo largo del período considerado los beneficios anunciados fueron mejores de lo previsto. Solo los beneficios de las empresas del sector de servicios de consumo fueron algo decepcionantes.

Gráfico 31 Crecimiento esperado de los beneficios empresariales por acción en Estados Unidos y en la zona del euro

(porcentaje; datos mensuales)



Fuentes: Thomson Reuters 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).

2.6 FLUJOS FINANCIEROS Y POSICIÓN FINANCIERA DE LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS

El coste real de la financiación de las sociedades no financieras de la zona del euro se incrementó en el cuarto trimestre de 2010, debido a la elevación de los costes en todas las categorías, y especialmente del coste de la financiación en los mercados. Más recientemente, mientras que el coste real de los valores de renta fija continuó subiendo, el coste real de las acciones se redujo ligeramente. En cuanto a los flujos de financiación, el crecimiento interanual de los préstamos a las sociedades no financieras se tornó menos negativo en el cuarto trimestre de 2010 y recuperó niveles positivos en enero de 2011, por primera vez desde agosto de 2009. Estos resultados sugieren que la evolución de los préstamos alcanzó un punto de inflexión a principios de 2010. La actividad de emisión de valores distintos de acciones por parte de las sociedades no financieras se moderó nuevamente en el cuarto trimestre de 2010, pero siguió siendo intensa.

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 17 puntos básicos en el cuarto trimestre de 2010 y se situó en torno al 3,9% en diciembre de 2010, nivel que se redujo ligeramente en enero de 2011 (véase gráfico 32).

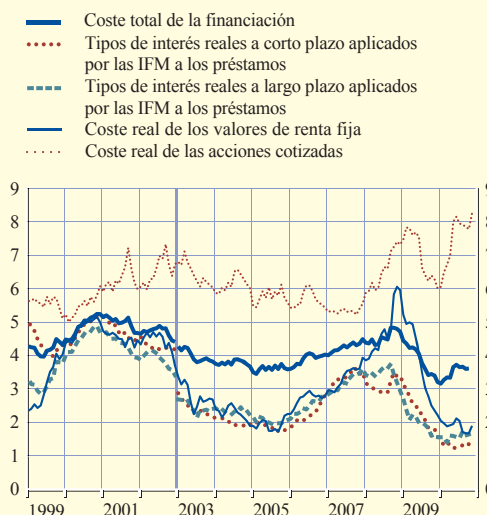
El incremento del coste total de la financiación fue generalizado en todas las categorías, aunque resultó más acusado en el caso del coste real de la financiación en los mercados. Concretamente, en el cuarto trimestre de 2010 el coste real de los valores de renta fija aumentó alrededor de 50 puntos básicos, en comparación con septiembre de 2010, y continuó elevándose ligeramente en enero y febrero de 2011. El coste real de las acciones también se incrementó en torno a 20 puntos básicos en el cuarto trimestre de 2010, antes de volver a caer posteriormente a los niveles de finales de septiembre de 2010. La subida del coste de la financiación en los mercados fue reflejo de las renovadas tensiones experimentadas en los mercados financieros en el cuarto trimestre de 2010. En el mismo período, los tipos de interés reales a corto plazo aplicados por las IFM aumentaron 16 puntos básicos, mientras que los tipos reales a largo plazo se incrementaron levemente, en 5 puntos básicos. Desde una perspectiva a más largo plazo, en el período de cuatro meses transcurrido hasta enero de 2011, el coste real de la financiación de las sociedades no financieras de la zona del euro se mantuvo próximo a los niveles más bajos registrados desde 1999 en todas las categorías, excepto el coste real de las acciones, que permaneció en niveles históricamente elevados.

Durante el período analizado, los tipos de interés nominales aplicados por las IFM a los nuevos préstamos concedidos a las sociedades no financieras aumentaron en el caso de los préstamos a corto plazo y permanecieron prácticamente sin variación en el de los préstamos a largo plazo (véase cuadro 5). El incremento de los tipos de los préstamos a corto plazo parece estar en consonancia con la evolución reciente de los tipos de interés del mercado monetario, que suelen influir en los costes de financiación a corto plazo de las entidades de crédito. La evolución de los tipos de interés aplicados por las entidades de crédito a los préstamos parece indicar, por tanto, que ha finalizado la transmisión gradual de las anteriores reducciones de los tipos de interés oficiales del BCE a los clientes bancarios.

En el período analizado, los diferenciales entre los rendimientos de los valores de renta fija privada no financiera y los de la deuda pública se ampliaron ligeramente en el caso de los bonos con calificación crediticia más elevada y se estrecharon levemente en el caso de los bonos con calificación más baja (véase gráfico 33). En noviembre de 2010, el aumento de los diferenciales de los valores de renta fija privada, que fue generalizado en todas las categorías y coincidió, en cierta medida, con las renovadas

Gráfico 32 Coste real de la financiación externa de las sociedades no financieras de la zona del euro

(porcentaje; datos mensuales)



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

Cuadro 5 Tipos de interés aplicados por las IFM a los nuevos préstamos a sociedades no financieras

(porcentaje; puntos básicos)

							Variaciones en puntos básicos hasta enero de 2011 ¹⁾		
	2009 IV	2010 I	2010 II	2010 III	2010 Dic	2011 Ene	2009 Oct	2010 Oct	2010 Dic
Tipos de interés aplicados por las IFM									
Descubiertos en cuenta de las sociedades no financieras	4,06	3,98	3,70	3,80	3,86	4,02	-16	19	16
Préstamos a las sociedades no financieras hasta un millón de euros									
Sin fijación del tipo y con período inicial de fijación del tipo hasta un año	3,28	3,24	3,25	3,34	3,50	3,45	12	3	-5
Con período inicial de fijación del tipo de más de cinco años	3,96	4,00	3,80	3,78	3,86	3,86	-32	4	0
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	2,19	1,99	2,17	2,26	2,59	2,45	31	12	-14
Con período inicial de fijación del tipo de más de cinco años	3,58	3,44	3,37	3,51	3,50	3,93	29	47	43
Pro memoria									
Tipo de interés a tres meses del mercado monetario	0,71	0,64	0,73	0,88	1,02	1,02	28	2	0
Rendimiento de la deuda pública a dos años	1,39	1,40	1,84	1,85	2,24	2,30	91	68	6
Rendimiento de la deuda pública a siete años	2,99	2,82	2,39	2,12	2,71	2,81	-26	63	10

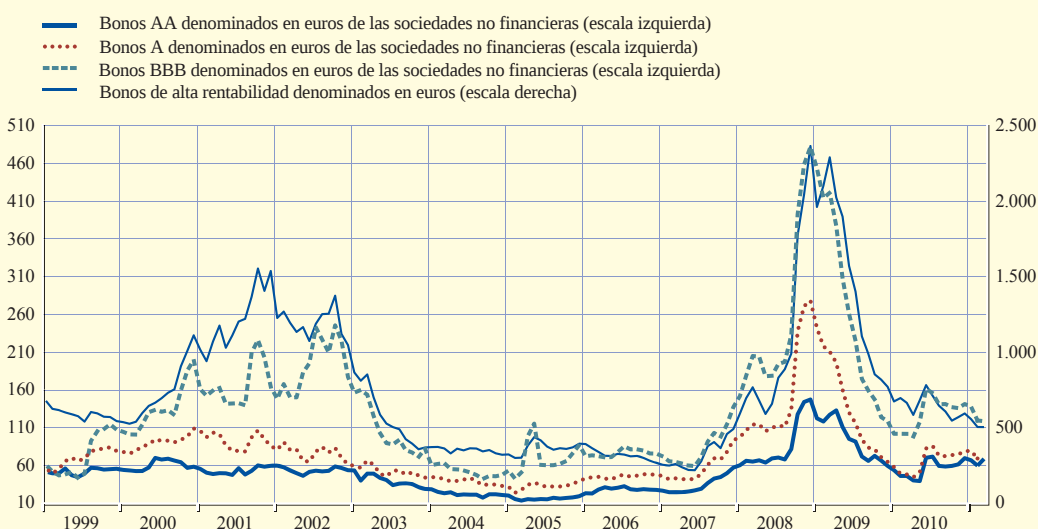
Fuente: BCE.

1) Pueden producirse discrepancias, debido al redondeo.

tensiones en los mercados financieros, favoreció un incremento del coste real de la financiación mediante valores de renta fija. Más recientemente, la disminución de las tensiones en los mercados financieros contribuyó a un estrechamiento de los diferenciales entre los rendimientos de los valores de renta fija privada y los de la deuda pública, especialmente en el caso de los bonos con calificación crediticia más baja, que se han reducido en torno a 90 puntos básicos desde el comienzo de 2011.

Gráfico 33 Diferenciales de los valores de renta fija de las sociedades no financieras

(puntos básicos; medias mensuales)



Fuentes: Thomson Reuters 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.

FLUJOS DE FINANCIACIÓN

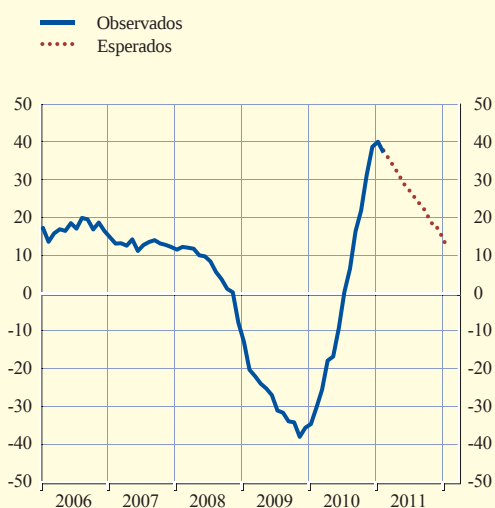
La mayor parte de los indicadores de rentabilidad de las sociedades no financieras de la zona del euro apunta a una nueva mejora en el cuarto trimestre de 2010. La tasa de crecimiento interanual de los beneficios por acción de las sociedades no financieras cotizadas de la zona del euro siguió siendo considerablemente positiva en el cuarto trimestre de 2010 y alcanzó su nivel más alto, en torno al 40 %, en enero de 2011, acercándose a los máximos históricos (véase gráfico 34). De cara al futuro, los participantes en el mercado esperan una corrección parcial a la baja en los próximos meses.

En cuanto a la financiación externa, los datos del cuarto trimestre de 2010 confirman la estabilización de los préstamos de las IFM a las sociedades no financieras observada el último año. Esta normalización de la demanda de préstamos bancarios puede explicar, en parte, la prolongada moderación de la emisión de valores distintos de acciones en el mismo período (véase gráfico 35). En particular, la emisión de valores distintos de acciones a corto plazo, aunque mostró algunos signos de recuperación, siguió siendo negativa, al igual que el año anterior, mientras que la emisión de valores distintos de acciones a largo plazo volvió a disminuir en el cuarto trimestre. Del mismo modo, la emisión de acciones cotizadas por parte de las sociedades no financieras continuó cayendo, por lo que se mantuvo en niveles moderados.

La tasa de crecimiento interanual de los préstamos bancarios otorgados a las sociedades no financieras pasó a ser menos negativa en el cuarto trimestre de 2010, situándose en el -0,2 % (véase cuadro 6), y se tornó positiva en enero de 2011, por primera vez desde agosto de 2009. La recuperación de los préstamos es reflejo, principalmente, de la moderación del ritmo de contracción de los préstamos a corto plazo (con plazos de vencimiento de hasta un año) a las sociedades no financieras. En cambio, la tasa de crecimiento interanual de los préstamos a más de cinco años experimentó un ligero descenso durante el período analizado. La evidencia empírica sugiere que los préstamos a este sector tienden a ir considerablemente a la zaga del ciclo económico. Desde esta perspectiva, la recuperación observada recientemente en la tasa de crecimiento interanual de los préstamos a las sociedades no financieras indica que

Gráfico 34 Beneficios por acción de las sociedades no financieras cotizadas de la zona del euro

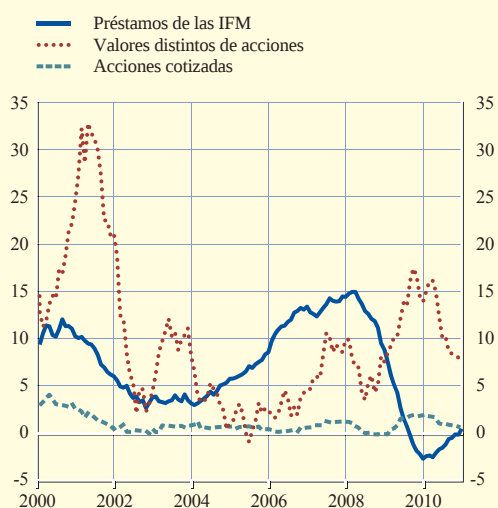
(tasas de variación interanual; datos mensuales)



Fuentes: Thomson Reuters y cálculos del BCE.

Gráfico 35 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 6 Financiación de las sociedades no financieras

(variaciones porcentuales; fin de trimestre)

	Tasas de crecimiento interanual				
	2009 IV	2010 I	2010 II	2010 III	2010 IV
Préstamos de IFM	2,2	-2,4	-1,7	-0,6	-0,2
Hasta un año	-13,2	-11,2	-9,9	-6,4	-3,6
De uno a cinco años	-2,0	-4,2	-3,9	-2,0	-2,4
Más de cinco años	3,7	3,0	3,3	2,7	2,2
Valores distintos de acciones	14,5	16,1	12,3	8,6	8,0
A corto plazo	-40,7	-23,8	-15,6	-13,2	-7,3
A largo plazo, de las cuales ¹⁾	26,1	22,6	16,0	11,2	9,5
A tipo fijo	33,8	26,9	18,9	13,7	11,6
A tipo variable	-4,0	0,0	-1,3	-1,2	-0,4
Acciones cotizadas	1,8	1,8	1,0	0,9	0,7
Pro memoria²⁾					
Total financiación	1,1	1,4	1,6	2,1	-
Préstamos a sociedades no financieras	0,3	0,4	0,9	1,9	-
Reservas técnicas de seguro ³⁾	0,9	0,9	0,9	0,9	-

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.

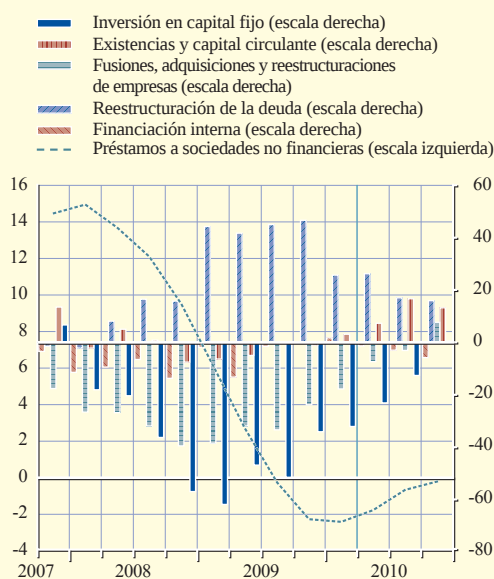
3) Incluye las reservas de los fondos de pensiones.

en meses anteriores de 2010 se alcanzó un punto de inflexión. Al mismo tiempo, la mayor disponibilidad de financiación interna puede haber tenido un efecto moderador sobre la recuperación de la demanda de préstamos bancarios por parte de las sociedades no financieras.

Los resultados de la encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro confirman el importante papel desempeñado por los factores de demanda en la demanda de préstamos por parte de las sociedades no financieras en el cuarto trimestre de 2010 (véase gráfico 36). En concreto, la mejora de la demanda neta total de préstamos tuvo su origen, principalmente, en la detención del descenso de las necesidades de financiación para la inversión en capital fijo. Del mismo modo, el repunte de la financiación de fusiones y adquisiciones tuvo un efecto positivo, mientras que la contribución de las necesidades de financiación de existencias y de capital circulante se redujo. Además, la encuesta puso de manifiesto una disminución del endurecimiento neto de los criterios de aprobación de los préstamos a empresas, como consecuencia de la percepción más favorable del riesgo por parte

Gráfico 36 Crecimiento de los préstamos y factores que contribuyen a la demanda de préstamos de las sociedades no financieras

(tasas de variación interanual; 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.

de las entidades de crédito, y en particular de las perspectivas de su sector o de entidades concretas. Aunque la normalización de las condiciones aplicadas para la concesión del crédito parece continuar para la zona del euro en su conjunto, el acceso al crédito bancario continúa estando considerablemente restringido en algunos países. Además, en algunos casos, el repunte de la demanda de préstamos también puede exacerbar el impacto potencial sobre la oferta de préstamos de unos criterios de aprobación relativamente restrictivos.

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)— siguió siendo positiva en el tercer trimestre de 2010, en términos de sumas móviles de cuatro trimestres, aunque experimentó un descenso. En el gráfico 37 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, para los que se dispone de datos solo hasta el tercer trimestre de 2010. Como se observa en el gráfico, la inversión real (formación bruta de capital fijo) de las empresas pudo ser financiada, en gran medida, mediante fondos internos, de modo que la financiación externa, aunque repuntó ligeramente, continuó siendo una fuente menor de financiación de este sector. Al mismo tiempo, la adquisición neta de activos financieros, incluidas acciones, se incrementó levemente en el tercer trimestre de 2010.

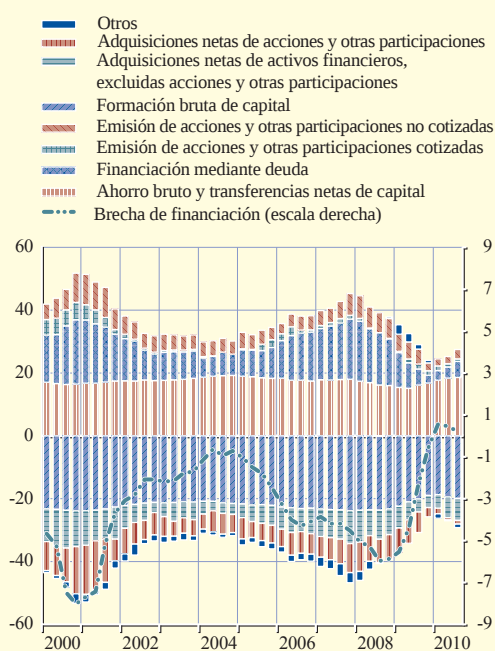
POSICIÓN FINANCIERA

El proceso de desapalancamiento continuó en el tercer trimestre de 2010, cuando el endeudamiento de las sociedades no financieras disminuyó hasta el 79 % (frente al 80 % del trimestre anterior) en términos de la deuda en relación con el PIB, y hasta el 415 % (frente al 422 % del trimestre anterior) en términos de la deuda en relación con el excedente bruto de explotación (véase gráfico 38). Tras haber experimentado un acusado descenso en el período comprendido entre finales de 2008 y principios de 2010, la carga financiera por intereses de este sector se mantuvo estable, en términos generales, en el segundo semestre de 2010 (véase gráfico 39).

En general, la disminución de los flujos de financiación externa y el aumento de las fuentes de financiación interna observados desde el segundo semestre de 2009 indican que las empresas han mejorado su situación financiera y han reducido las vulnerabilidades de sus balances, obteniendo con ello flexibilidad financiera ante la fase de recuperación cíclica. Es posible que el nivel de endeudamiento y la carga de intereses asociada sugieran que todavía queda margen de maniobra para reestructurar los balances conjuntamente con la recuperación de los flujos de caja.

Gráfico 37 Ahorro, financiación e inversión de las sociedades no financieras

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

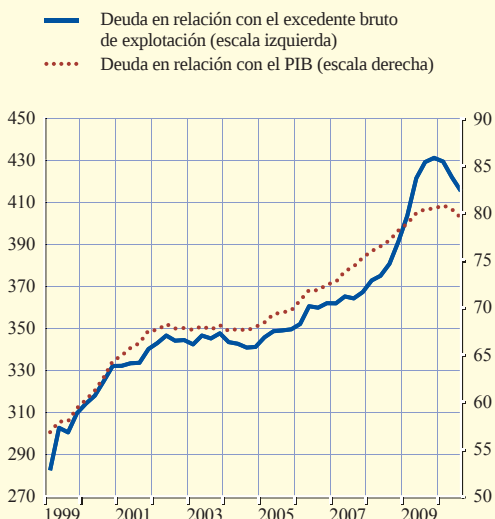


Fuente: Cuentas de la zona del euro.

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.

Gráfico 38 Ratios de endeudamiento del sector de sociedades no financieras

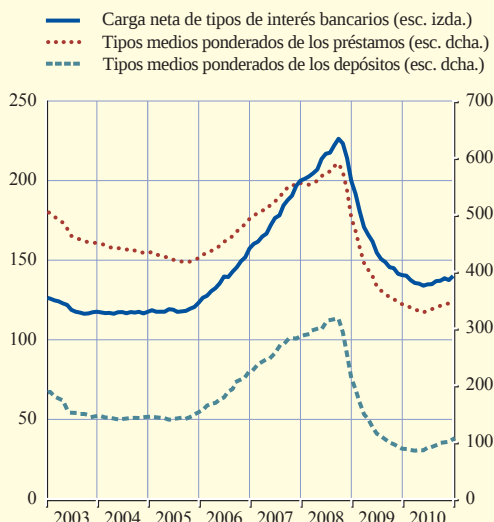
(porcentaje)



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 39 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 cuarto trimestre de 2010, las condiciones de financiación de los hogares se caracterizaron por la estabilidad de los tipos de interés aplicados por las entidades de crédito a los préstamos que, no obstante, experimentaron un ligero incremento en enero de 2011. Hacia el final del año, los criterios de aprobación de los préstamos a este sector se endurecieron ligeramente en el caso del crédito al consumo y en el de los préstamos para adquisición de vivienda. La tasa de crecimiento interanual de los préstamos concedidos por las IFM a los hogares registró un aumento en enero de 2011, en comparación con el cuarto trimestre de 2010, aunque, en conjunto, la tasa de crecimiento interanual de los préstamos a este sector continuó mostrando señales de moderación. Se estima que la deuda en relación con la renta de los hogares se elevó levemente en el último trimestre y que su carga por intereses se estabilizó, en líneas generales, tras haber disminuido el trimestre precedente.

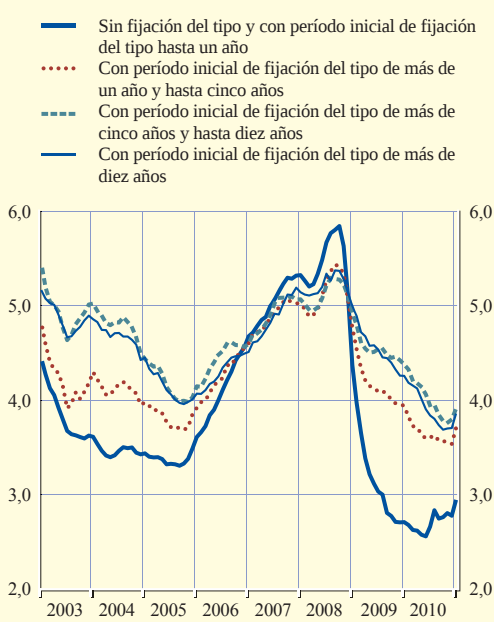
CONDICIONES DE FINANCIACIÓN

El coste total de la financiación de los hogares de la zona del euro se mantuvo estable, en general, en el cuarto trimestre de 2010, tras registrar un moderado aumento el trimestre anterior, mientras que se incrementó ligeramente en enero de 2011. Si se analiza con más detalle la evolución de los tipos de interés aplicados por las IFM a los nuevos préstamos a este sector, se observa un grado más elevado de heterogeneidad en las distintas modalidades en el cuarto trimestre. Aunque los tipos de interés aplicados por las IFM a los nuevos préstamos para adquisición de vivienda permanecieron prácticamente invariables, los correspondientes al nuevo crédito al consumo experimentaron un ligero descenso, que se vio compensado por un aumento modesto de los tipos de interés aplicados por las IFM a los préstamos destinados a otros

finés. La estabilización de los tipos de interés de los préstamos para adquisición de vivienda también oculta una evolución divergente de sus componentes. Mientras que los tipos de interés de los préstamos con un período inicial de fijación del tipo de corta duración (es decir, los préstamos sin fijación inicial del tipo y con período inicial de fijación hasta un año) no se modificaron y los aplicados a los préstamos con períodos iniciales de fijación del tipo de uno a cinco años incluso disminuyeron levemente, los correspondientes a los préstamos con período inicial de fijación del tipo de larga duración (esto es, con período inicial de fijación de más de cinco años) registraron un ligero ascenso (véase gráfico 40). En enero de 2011, los tipos de interés aplicados por las IFM a los nuevos préstamos para adquisición de vivienda se incrementaron en todos los plazos de vencimiento. La comparación de la evolución reciente de estos tipos con la de tipos de mercado similares pone de manifiesto que los diferenciales entre ambos han descendido moderadamente en el caso de los préstamos con período de fijación del tipo de más de un año, mientras que incluso han pasado a ser negativos para los vencimientos más largos.

Gráfico 40 Tipos de interés aplicados por las IFM a los préstamos a hogares para adquisición de vivienda

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



Fuente: BCE.

Después de permanecer estables durante el trimestre anterior, los tipos de interés aplicados por las IFM a los nuevos préstamos para consumo a los hogares experimentaron un descenso en el cuarto trimestre, con una caída de 40 puntos básicos entre septiembre y diciembre de 2010. Esta evolución fue generalizada en todas las modalidades de crédito al consumo, registrándose reducciones particularmente pronunciadas en el caso de los tipos aplicados a los préstamos con período inicial de fijación del tipo de más de cinco años, que reanudaron la tendencia negativa interrumpida el trimestre precedente. No obstante, en enero de 2011 los tipos de interés aplicados por las IFM a los nuevos préstamos para consumo a los hogares retornaron al nivel observado en octubre de 2010, tras un incremento similar de los tipos de los préstamos con período inicial de fijación del tipo de más de un año. Los diferenciales entre los tipos aplicados a los préstamos con períodos de fijación hasta un año y los tipos de mercado comparables se redujeron ligeramente en el período comprendido entre octubre de 2010 y enero de 2011. De igual modo, los diferenciales entre los tipos de interés aplicados a los préstamos con períodos de fijación del tipo de más de cinco años y tipos de interés de mercado similares disminuyeron levemente en el mismo período.

Según los resultados de la encuesta sobre préstamos bancarios de enero de 2011, en el cuarto trimestre de 2010 los criterios de aprobación se endurecieron ligeramente en el caso de los préstamos a hogares para adquisición de vivienda. Este mayor endurecimiento neto parece explicarse, fundamentalmente, por el aumento de la percepción de los riesgos relacionados con el mercado de la vivienda y con las perspectivas económicas generales por parte de las entidades de crédito, así como por un pequeño incremento de los costes de financiación y por mayores restricciones en la disponibilidad de fondos. Al mismo tiempo, las entidades participantes en la encuesta señalaron que la demanda neta de préstamos

para adquisición de vivienda fue positiva en el cuarto trimestre y superior a la del trimestre precedente, favorecida por las mejores perspectivas del mercado de la vivienda y por una contribución considerablemente menos negativa de la confianza de los consumidores. De igual modo, los criterios de aprobación también se endurecieron levemente en el caso del crédito al consumo y otros fines a los hogares en el último trimestre. La demanda neta de esta modalidad de préstamo aumentó, pero no pasó a ser positiva, y según la percepción de las entidades, se vio moderada por la evolución de la confianza de los consumidores y el ahorro de los hogares.

FLUJOS DE FINANCIACIÓN

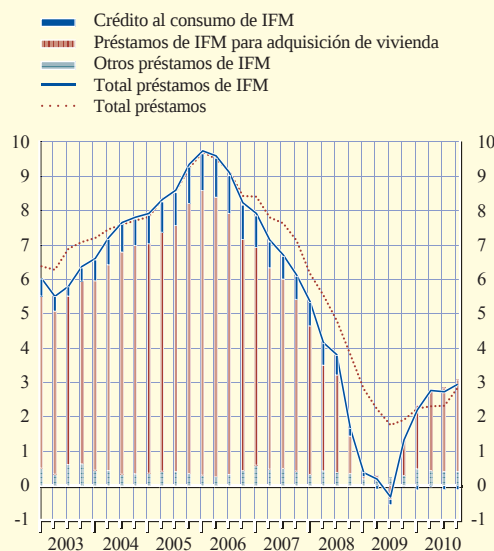
La tasa de crecimiento interanual del total de préstamos concedidos a los hogares prácticamente no se modificó y fue del 2,3 % en el tercer trimestre de 2010 (el último trimestre para el que se dispone de datos de las cuentas de la zona del euro), tras haber mostrado una tendencia al alza desde el cuarto trimestre de 2009. Este crecimiento prácticamente invariable reflejó una evolución similar de sus componentes. La tasa de crecimiento interanual de los préstamos concedidos por instituciones distintas de IFM a los hogares se mantuvo sin cambios, en torno a cero, tras los significativos descensos registrados los tres trimestres anteriores. Los datos sobre préstamos otorgados por las IFM y operaciones de titulización indican que la tasa de crecimiento interanual del total de préstamos concedidos a los hogares aumentó hasta situarse en torno al 2 % en el cuarto trimestre (véase gráfico 41).

La tasa de crecimiento interanual de los préstamos concedidos por las IFM a los hogares aumentó hasta situarse en el 3,1 % en enero, desde el 2,8 % del tercero y cuarto trimestres. Esta evolución confirma que el crecimiento del endeudamiento de los hogares se ha moderado. Las operaciones de titulización continúan teniendo solo un pequeño impacto sobre el crecimiento interanual de los préstamos otorgados por el citado sector a los hogares, aunque si los datos se corrigen por este impacto se observa una ligera tendencia al alza en el crecimiento de los préstamos. Habida cuenta del reciente repunte de los precios de la vivienda y de las medidas de apoyo fiscal adoptadas en algunos países, así como la mejora general de la confianza de los consumidores, la trayectoria observada últimamente parece haberse mantenido relativamente contenida. Por tanto, es probable que el crecimiento de los préstamos a los hogares se esté viendo moderado por el nivel históricamente elevado de endeudamiento de este sector y por el hecho de que los criterios de aprobación de los préstamos siguen siendo estrictos, en general.

En cuanto a los componentes de los préstamos de las IFM a los hogares, la tasa de crecimiento interanual de los préstamos para adquisición de vivienda aumentó hasta situarse en el 3,9 % en enero, desde el 3,5 % del cuarto trimestre. En cambio, la tasa de crecimiento interanual del crédito al consumo expe-

Gráfico 41 Total de préstamos concedidos a los hogares

(tasas de variación interanual; 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 cuarto 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.

rimentó un nuevo descenso (hasta el $-0,8\%$ en enero, desde el $-0,7\%$ del cuarto trimestre). La persistente debilidad del crecimiento del crédito al consumo en los últimos meses podría estar relacionada con el deterioro de las expectativas de los consumidores en cuanto a su situación financiera futura, como puede observarse en los resultados de las encuestas de la Comisión Europea. Además, el indicador de compras importantes, que suele presentar una estrecha correlación con el consumo de bienes de consumo duradero, permanece en niveles históricamente bajos. En general, esto indica que la debilidad de la demanda de crédito al consumo ha estado frenando su crecimiento desde principios de 2010 (véase el recuadro 4, titulado «Explicación de la reciente divergencia entre el crecimiento de los préstamos para adquisición de vivienda y el crédito al consumo concedidos por las IFM»).

Recuadro 4

EXPLICACIÓN DE LA RECIENTE DIVERGENCIA ENTRE EL CRECIMIENTO DE LOS PRÉSTAMOS PARA ADQUISICIÓN DE VIVIENDA Y EL CRÉDITO AL CONSUMO CONCEDIDOS POR LAS IFM

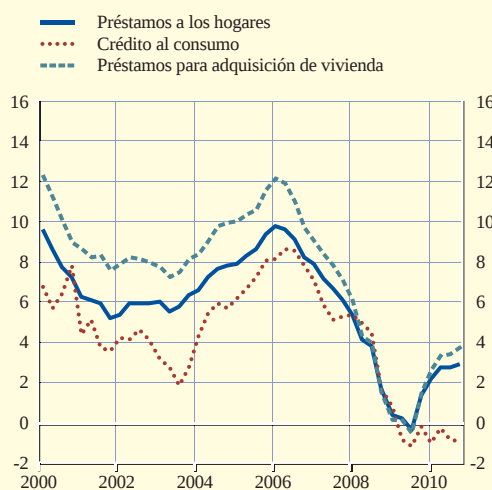
La recuperación de la tasa de crecimiento interanual de los préstamos otorgados por las IFM a los hogares observada desde el último trimestre de 2009 ha coincidido con una divergencia entre la evolución de los préstamos para adquisición de vivienda y la del crédito al consumo. Mientras que el crecimiento de los préstamos hipotecarios aumentó a tasas cercanas al 4% , el del crédito al consumo se mantuvo en territorio negativo, prácticamente sin cambios (véase gráfico A). La diferencia en los patrones de crecimiento de estos dos tipos de préstamos es relativamente acusada en comparación con el elevado grado de correlación observado desde 1999. En este recuadro se examinan los indicadores disponibles, para poder explicar la divergencia actual a partir de ellos.

Información procedente de los criterios de aprobación del crédito y de los tipos de interés de los préstamos aplicados por las entidades de crédito

Los resultados de la encuesta sobre préstamos bancarios de la zona del euro indican que las entidades de crédito no han discriminado entre préstamos hipotecarios y crédito al consumo al endurecer los criterios de aprobación del crédito (véase gráfico B). En concreto, no parece que haya diferencia en el impacto sobre el endurecimiento que proviene del coste de financiación de las entidades de crédito y el que procede de restricciones de balance, que podrían considerarse como los factores de oferta que intervienen en la provisión del crédito con una definición más estrecha. No obstante, parecen existir diferencias en la manera en que los bancos han aplicado este endurecimiento, ya que, desde otoño de 2009, parece que han aumentado más los márgenes en el crédito al consumo que en los préstamos hipotecarios.

Gráfico A Préstamos de las IFM a los hogares para adquisición de vivienda y crédito al consumo

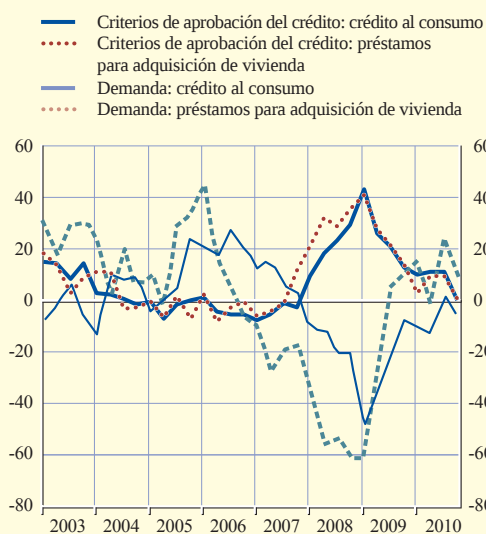
(tasas de variación interanual)



Fuente: BCE.

Gráfico B Encuesta sobre préstamos bancarios: cambios en los criterios de aprobación del crédito y demanda de préstamos para adquisición de vivienda y de crédito al consumo de los hogares

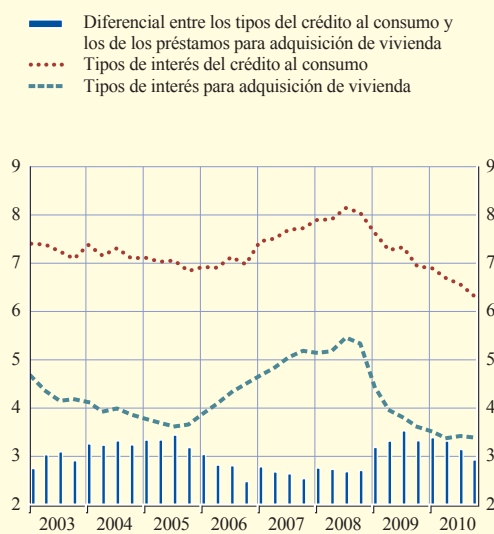
(saldos netos)



Fuente: BCE.

Gráfico C Evolución de los tipos de interés aplicados por las IFM a los préstamos a los hogares

(porcentaje)



Fuentes: BCE y cálculos del BCE.

Efectivamente, mientras que los tipos de interés del crédito al consumo aplicados por los bancos son habitualmente más elevados que los de los préstamos para adquisición de vivienda —lo que refleja el hecho de que para obtener estos últimos se suelen aportar mejores garantías—, la diferencia entre los tipos de interés aplicados a cada tipo de préstamo fue especialmente grande en el periodo comprendido entre el segundo semestre de 2009 y el primer semestre de 2010, cuando se inició la divergencia entre las dos series de crecimiento de los préstamos (véase gráfico C). Más recientemente, el diferencial entre los tipos de interés se ha estrechado, aunque todavía no ha dado lugar a un patrón de crecimiento del crédito al consumo similar al del los préstamos para adquisición de vivienda.

Información procedente de los indicadores de demanda

En la encuesta sobre préstamos bancarios, las entidades de crédito informan de una evolución prácticamente similar de la demanda de crédito al consumo y de préstamos hipotecarios, con un punto de inflexión en ambos casos a principios de 2009. No obstante, seguían siendo evidentes algunas diferencias, ya que el crecimiento de la demanda de préstamos para adquisición de vivienda pasó a ser positivo en el tercer trimestre de 2009, mientras que el del crédito al consumo continuó siendo ligeramente negativo (véase gráfico B).

La demanda relativamente débil de crédito al consumo también parece concordar con los resultados de las encuestas de opinión relativas al consumo. La confianza de los consumidores se ha recuperado sustancialmente desde el mínimo observado en el cuarto trimestre de 2009, si bien la disposición a efectuar compras importantes —que muestra una correlación más elevada con el consumo de bienes duraderos y las compras de artículos de valor y, por lo tanto, puede esperarse que refleje de manera más fiel la demanda de crédito al consumo— se ha reducido de nuevo tras una recuperación inicial. Gran parte de esta reducción puede estar relacionada con la evolución de las ventas de automóviles, un componente importante del consumo de bienes duraderos, que se caracterizaron por una nueva debilidad durante la mayor parte de

2010, después de que se retiraran los planes de sustitución de vehículos (véase gráfico D)^{1,2}. El escaso crecimiento de la renta real disponible de los hogares y sus niveles de endeudamiento, todavía muy elevados, probablemente sean factores adicionales de contención de la demanda de crédito al consumo. El motivo por el que esto no parece haber tenido un efecto igualmente moderador sobre la demanda de préstamos hipotecarios puede deberse al hecho de que la adquisición de viviendas refleja también consideraciones de inversión. En este sentido, el renovado dinamismo observado en los mercados inmobiliarios de distintos países de la zona del euro tras la caída de los precios de la vivienda durante la crisis, sumado a la incertidumbre y al elevado coste de otras alternativas de inversión a más largo plazo, podría hacer que los activos inmobiliarios resultaran especialmente atractivos para los hogares en la coyuntura actual.

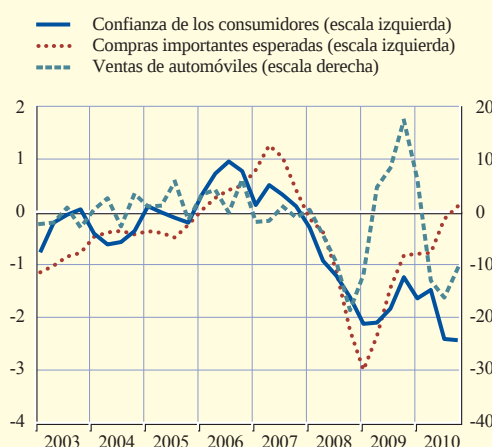
Conclusiones

El conjunto de indicadores que se examina en este recuadro sugiere que la reciente divergencia de las tasas de crecimiento de los préstamos hipotecarios y del crédito al consumo se debe a factores de demanda que afectan específicamente al crédito al consumo. Por el contrario, los factores de oferta, como los criterios de aprobación del crédito y los tipos de interés que aplican las entidades de crédito, no parecen haber desempeñado un papel significativo.

- 1 Para más información, véase el recuadro titulado «Los efectos de los planes de sustitución de automóviles en los países de la zona del euro», *Boletín Mensual*, octubre de 2009.
- 2 En principio, si, por una parte, el actual crecimiento negativo observado en las ventas de automóviles está conteniendo presuntamente el crecimiento del crédito al consumo, entonces, el fuerte crecimiento positivo de las ventas de automóviles que se registró mientras duraron los planes de sustitución de vehículos debería haber impulsado el crecimiento del crédito al consumo. Sin embargo, hay varias razones posibles para explicar por qué esta simetría no se produjo en ese momento. En primer lugar, los planes de sustitución supusieron, en última instancia, una elevada proporción de compras de vehículos más pequeños que, a su vez, implicaron menores necesidades de financiación. En segundo lugar, los incentivos financieros introducidos por los planes puede que dieran lugar a una menor necesidad de ofrecer condiciones atractivas en determinadas operaciones de financiación de automóviles. En tercer lugar, el elevado nivel de activos monetarios líquidos mantenidos por los hogares cuando los planes de sustitución de vehículos estaban en marcha, y el bajo nivel al que se remuneraban, podría haber llevado a los hogares a financiar con efectivo las compras de automóviles en lugar de recurrir al crédito al consumo.

Gráfico D Confianza de los consumidores, compras importantes esperadas y ventas de automóviles

(encuestas de opinión de los consumidores en saldos netos; ventas de automóviles en tasas de variación interanual)



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

Por lo que se refiere al activo del balance del sector hogares de la zona del euro, la tasa de crecimiento interanual de la inversión financiera total se redujo hasta situarse en el 2,7% en el tercer trimestre (desde el 2,9% del trimestre precedente), retornando con ello a los reducidos niveles de crecimiento observados durante la crisis financiera (véase gráfico 42). En el tercer trimestre se registraron nuevos flujos trimestrales positivos en las tenencias de efectivo y depósitos, aunque el volumen fue muy inferior al del trimestre anterior y su contribución a la tasa de crecimiento interanual de la inversión financiera de los hogares prácticamente no se modificó. Es probable que esta evolución haya reflejado cierto aplanamiento de la curva de rendimientos ese trimestre. La contribución de la inversión en acciones disminuyó ligeramente, posiblemente también como consecuencia de la incertidumbre existente en torno a la recuperación económica, en un contexto de aumento de las tensiones en los mercados de deuda soberana. En consecuencia, la contribución de las acciones al crecimiento interanual de la inversión financiera

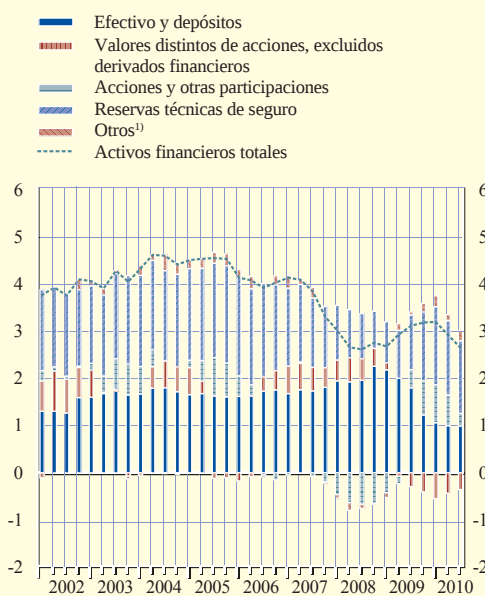
total se redujo en más de la mitad en el tercer trimestre, en comparación con el trimestre precedente. En cambio, la contribución de los productos de seguro y pensiones al crecimiento interanual de la inversión financiera total solo se redujo levemente, y estos instrumentos siguieron siendo los que más contribuyeron al crecimiento total de la inversión financiera. La contribución de los valores distintos de acciones se mantuvo negativa, aunque se incrementó ligeramente con respecto al trimestre anterior.

POSICIÓN FINANCIERA

Según las estimaciones, la deuda en relación con la renta disponible de los hogares volvió a aumentar ligeramente, hasta situarse en torno al 98,8% en el cuarto trimestre de 2010, continuando el ligero desplazamiento al alza observado en trimestres anteriores (véase gráfico 43). Esto se debe a que, aunque la tasa de crecimiento de la renta disponible se ha recuperado levemente, se estima que el crecimiento del endeudamiento de este sector ha aumentado algo más. Con arreglo a las estimaciones, la deuda de los hogares en relación con el PIB se mantuvo prácticamente invariable en el cuarto trimestre, reflejando que la actividad económica general ha mostrado un repunte cíclico más acusado que la renta de los hogares. Su carga por intereses no se modificó y permaneció en el 2,2% de la renta disponible en el cuarto trimestre, tras haber descendido sistemáticamente desde finales de 2008. Hasta el tercer trimestre de 2010, el efecto favorable causado por la reducción de los tipos de interés compensó con creces el impacto al alza sobre su carga por intereses generado por el aumento del endeudamiento de los hogares. No obstante, el ligero incremento observado recientemente en la carga por intereses de este sector parece indicar que es posible que este efecto moderador haya desaparecido.

Gráfico 42 Inversión financiera de los hogares

(tasas de variación interanual; puntos porcentuales)

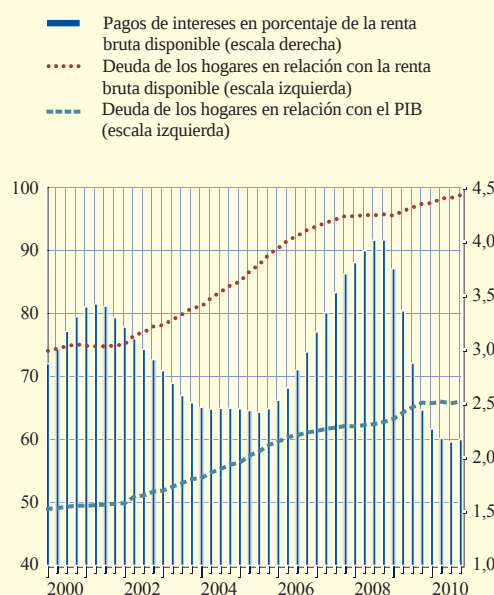


Fuentes: BCE y Eurostat.

1) Incluye préstamos y otras cuentas pendientes de cobro.

Gráfico 43 Endeudamiento y pagos de intereses de los hogares

(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 2,4% en febrero de 2011, frente al 2,3% de enero. El aumento de las tasas de inflación observado a principios de 2011 es reflejo, en gran medida, de la subida de los precios de las materias primas. Las expectativas de inflación a medio y largo plazo siguen estando firmemente ancladas, en consonancia con el objetivo del Consejo de Gobierno de mantener las tasas de inflación en un nivel inferior, aunque próximo, al 2% a medio plazo. Las proyecciones macroeconómicas de marzo de 2011 elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro sitúan la inflación interanual medida por el IAPC en un intervalo comprendido entre el 2% y el 2,6% en 2011, y entre el 1% y el 2,4% en 2012. Los riesgos para las perspectivas de evolución de los precios a medio plazo están al alza.

3.1 PRECIOS DE CONSUMO

Las tasas de inflación medidas por el índice general se elevaron de forma significativa en el transcurso de 2010, desde cerca del 1% registrado en enero, hasta más del 2% alcanzado en diciembre. Este incremento fue consecuencia de la subida de los precios de las materias primas, ya que el aumento de la inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y, en particular, la energía y los alimentos, fue mucho menos pronunciado. Según el avance de Eurostat, la inflación interanual medida por el IAPC de la zona del euro se elevó hasta el 2,4% en febrero de 2011, desde el 2,3% del mes precedente (véase cuadro 7). La tasa de inflación oficial de enero ha sido corregida a la baja en 0,1 puntos porcentuales, debido a nuevos métodos de cálculo introducidos tras la entrada en vigor de un nuevo reglamento sobre el tratamiento de los productos de temporada¹. El aumento de la inflación medida por el índice general observado en enero de 2011 refleja el ascenso de las tasas de variación interanual de los precios de los componentes de energía, alimentos elaborados y servicios del IAPC y el descenso de las correspondientes tasas de los precios de los componentes de alimentos no elaborados y bienes industriales no energéticos.

Si se considera la evolución del IAPC con más detalle, se observa que la tasa de variación interanual de los precios de la energía se situó en el 12% en enero de 2011, frente al 11% de diciembre de 2010, por lo que se mantuvo la tendencia al alza iniciada hace un año.

- 1 Véase Reglamento (CE) nº 330/2009 de la Comisión, de 22 de abril de 2009, por el que se establecen normas de desarrollo del Reglamento (CE) nº 2494/95 del Consejo en lo que respecta a las normas mínimas para el tratamiento de los productos de temporada en los índices armonizados de precios de consumo (IAPC).

Cuadro 7 Evolución de los precios

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

	2009	2010	2010 Sep	2010 Oct	2010 Nov	2010 Dic	2011 Ene	2011 Feb
IAPC y sus componentes								
Índice general ¹⁾	0,3	1,6	1,9	1,9	1,9	2,2	2,3	2,4
Energía	-8,1	7,4	7,7	8,5	7,9	11,0	12,0	.
Alimentos no elaborados	0,2	1,3	2,3	2,3	2,6	3,2	2,1	.
Alimentos elaborados	1,1	0,9	1,0	1,2	1,3	1,5	1,8	.
Bienes industriales no energéticos	0,6	0,5	0,9	0,8	0,9	0,7	0,5	.
Servicios	2,0	1,4	1,4	1,4	1,3	1,3	1,5	.
Otros indicadores de precios								
Precios industriales	-5,1	2,9	4,3	4,3	4,5	5,3	6,1	.
Precios del petróleo (euro/barril)	44,6	60,7	59,8	60,2	63,1	69,6	72,6	76,6
Precios de las materias primas no energéticas	-18,5	44,7	54,7	47,5	48,6	49,6	45,9	47,5

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

Nota: Los datos de los precios industriales se refieren al Euro-17.

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

Hasta el momento, el aumento de la inflación de la energía en el transcurso de 2010 se ha debido, en parte, a efectos de base al alza derivados de la pasada volatilidad de los precios del petróleo y del incremento de los precios del crudo. Desde enero de 2010, los precios del Brent en euros han subido más de un 40 %, desde cerca de 54 euros por barril hasta los 77 euros por barril alcanzados en febrero de 2011. Las partidas del IAPC que registraron las tasas de inflación más altas en este período fueron las que están más directamente relacionadas con los precios del petróleo, como los combustibles líquidos para calefacción doméstica y los combustibles para vehículos privados. Las tasas de variación interanual de los otros principales subcomponentes energéticos, como el gas y la electricidad, que están vinculados a los precios del petróleo con cierto retraso, se elevaron también, aunque a un ritmo más moderado.

Recuadro 5

CÓMO CALIBRAR EL IMPACTO DE LOS IMPUESTOS INDIRECTOS SOBRE LA INFLACIÓN MEDIDA POR EL IAPC DE LA ZONA DEL EURO

Los ajustes de la política fiscal, como cambios en los tipos del IVA u otros impuestos indirectos, pueden tener un efecto directo e inmediato sobre la inflación medida por el IAPC general. Para la zona del euro, una de las herramientas utilizadas para estimar el impacto de cambios en los impuestos indirectos sobre la inflación es el IAPC con tipos impositivos constantes (IAPC-TC), que el Eurostat viene publicando mensualmente desde octubre de 2009¹. En aras de la simplicidad, este índice, elaborado por Eurostat tras consultar con el BCE, se calcula basándose en el supuesto «mecánico» de que los cambios en los impuestos indirectos se trasladan en su totalidad y de forma inmediata a los precios de consumo. Si todos los tipos impositivos de un determinado año se han mantenido sin cambios desde diciembre del año precedente, el IAPC y el IAPC-TC registrarán exactamente las mismas tasas de variación intermensual. Las eventuales diferencias en la evolución del IAPC y del IAPC-TC proporcionarán el límite superior del impacto observado de los cambios impositivos. Por otro lado, debido al modo en que se construye el IAPC-TC, este impacto se concentra en el mes en que el cambio impositivo entra en vigor. También cabe señalar que, en realidad, la transmisión de los cambios impositivos puede ser más lenta y/o incompleta, dependiendo del entorno económico en el que llevan a cabo estos cambios y de la medida en que son absorbidos por los márgenes. Sin embargo, a efectos estadísticos, no existe alternativa práctica a la hipótesis de que se produce una transmisión total e inmediata de los cambios impositivos, debido a que el índice debe elaborarse puntualmente y con periodicidad mensual².

El gráfico A muestra que el impacto mecánico de cambios en los impuestos indirectos sobre la inflación medida por el IAPC de la zona del euro ha variado de forma significativa a lo largo del tiempo. En el período transcurrido entre diciembre de 2003 y diciembre de 2010, el impacto, calculado como la diferencia entre la tasa de variación interanual del IAPC y la del IAPC-TC, se cifró en 0,15 puntos porcentuales anuales. En el mismo período, la mayor diferencia, de unos 0,5 puntos porcentuales, se registró en 2007 y se debió, principalmente, al aumento del tipo general del IVA en Alemania, desde el 16 % hasta el 19 %. Desde 2008 hasta mediados de 2010, el impacto mecánico de cambios en los impuestos indirectos sobre la inflación medida por el IAPC fue prácticamente desdénable, al menos para

1 Véase http://epp.eurostat.ec.europa.eu/portal/page/portal/hicp/methodology/hicp_constant_tax_rates.

2 Para más información sobre los atributos y la interpretación del IAPC-TC, véase el recuadro titulado «Nuevas series estadísticas para medir el impacto de los impuestos indirectos sobre la inflación medida por el IAPC», *Boletín Mensual*, BCE, noviembre de 2009.

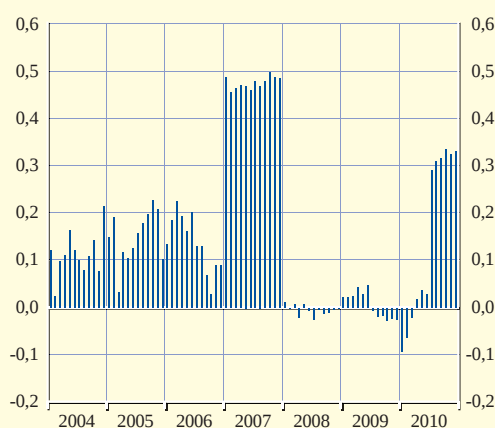
el conjunto de la zona del euro, aunque superó los 0,3 puntos porcentuales en el segundo semestre de 2010, debido al aumento de los tipos de los impuestos indirectos en varios países de la zona del euro.

El gráfico B muestra el impacto mecánico medio en 2010 de cambios en los impuestos indirectos sobre la tasa de inflación interanual medida por el IAPC de cada uno de los países de la zona del euro. Grecia es el país que ha experimentado el mayor impacto mecánico sobre la inflación (3,8 puntos porcentuales), que incluye el impacto del aumento gradual de los tipos del IVA en 2010, con una elevación del tipo general desde el 19% hasta el 23%, y el impacto de importantes subidas de los impuestos especiales sobre las bebidas alcohólicas, el tabaco y los combustibles. Estos aumentos se enmarcan en las necesarias medidas de consolidación fiscal adoptadas en Grecia, país en el que se espera que las tasas de inflación medidas por el IAPC disminuyan de forma significativa, al agotarse el impacto de estas subidas en los próximos meses. Además de los aumentos de los impuestos indirectos llevados a cabo en Grecia, los realizados en Estonia, España, Portugal, Luxemburgo, Eslovenia, Malta, Eslovaquia, Países Bajos e Italia contribuyeron también positivamente a la inflación medida por el IAPC de estos países en 2010.

De cara al futuro, se espera que las subidas de los impuestos indirectos que ya se han efectuado o que se han anunciado, continúen ejerciendo presiones al alza sobre la inflación medida por el IAPC de la zona del euro en 2011, con una contribución media anual muy probablemente mayor que la observada en 2010. Dada la magnitud de los actuales desequilibrios presupuestarios en varios países de la zona del euro, la medida en que los cambios en los impuestos indirectos puedan influir en los nece-

Gráfico A Impacto mecánico¹⁾ de cambios en los impuestos indirectos sobre la tasa de inflación interanual medida por el IAPC de la zona del euro

(puntos porcentuales)

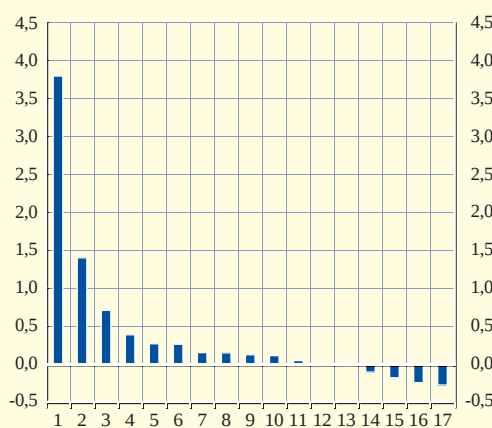


Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

1) Calculado como la diferencia entre las tasas de inflación interanual del IAPC y las del IAPC-TC.

Gráfico B Impacto mecánico medio¹⁾ en 2010 de cambios en los impuestos indirectos sobre la tasa de inflación interanual medida por el IAPC de cada uno de los países de la zona del euro²⁾

(puntos porcentuales)



1 Grecia	7 Malta	13 Chipre
2 Estonia	8 Eslovaquia	14 Alemania
3 España	9 Zona del euro	15 Finlandia
4 Portugal	10 Países Bajos	16 Francia
5 Luxemburgo	11 Italia	17 Bélgica
6 Eslovenia	12 Austria	

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

1) Calculado como la diferencia entre las tasas de inflación interanual del IAPC y las del IAPC-TC.

2) No se dispone de datos del IAPC-TC para Irlanda.

sarios planes de consolidación fiscal seguirá planteando riesgos al alza para la inflación medida por el IAPC de la zona del euro. Pese a los beneficios obtenidos mediante los ajustes realizados por el lado del gasto público³, es probable que todavía deban efectuarse algunos ajustes en los impuestos indirectos. En consecuencia, la aplicación de estas medidas ha de ser objeto de un estrecho seguimiento, a fin de evaluar su impacto potencial sobre la evolución de la inflación de la zona del euro.

3 La experiencia pasada en los países de la zona del euro sugiere que un intenso esfuerzo por reducir el gasto y, al mismo tiempo, realizar reformas estructurales para propiciar el crecimiento potencial puede representar una valiosa contribución con vistas a lograr una reducción significativa de la deuda pública y ayudar a los países a cosechar los beneficios de la consolidación. Para más detalles, véanse, por ejemplo, C. Nickel, P. Rother y L. Zimmermann, «Major public debt reductions – Lessons from the past, lessons for the future», *Working Paper Series*, n.º 1241, BCE, septiembre de 2010; el recuadro titulado «La experiencia con la reducción de la deuda pública en los países de la zona del euro», *Boletín Mensual*, BCE, septiembre de 2009; y el recuadro titulado «El programa de ajuste económico y financiero de Grecia», *Boletín Mensual*, BCE, mayo de 2010.

Por lo que se refiere a la evolución más reciente del componente energético, se produjo un fuerte aumento intermensual de los precios en enero de 2011, pero el efecto de este incremento sobre la tasa de variación interanual se compensó casi completamente con un marcado efecto de base a la baja. En el mismo mes, los precios de los combustibles líquidos y para transporte se elevaron de forma acusada en términos intermensuales. Sin embargo, las tasas de variación interanuales de estos subcomponentes disminuyeron ligeramente, debido a efectos de base incluso más fuertes, aunque se mantuvieron en niveles elevados, en torno al 25 % y el 15 %, respectivamente. También subieron notablemente los precios del gas y de la electricidad en tasa interanual, un 8,8 % y un 6,7 %, respectivamente. En particular, el pronunciado incremento de los precios de la electricidad registrado en enero se debió, con toda probabilidad, a una respuesta retardada al aumento acumulado de los precios del petróleo y del gas observado a lo largo de 2010 y a determinados gravámenes medioambientales impuestos en algunos países.

Los precios internacionales de las materias primas alimentarias han aumentado también considerablemente desde principios de 2010, superando en algunos casos los máximos alcanzados durante la perturbación de los precios de las materias primas de 2007-2008 y suscitando inquietud respecto a su posible impacto sobre los precios de consumo. Las presiones sobre los precios de las materias primas se han acumulado desde el verano de 2010, pero hasta el momento solo se han observado limitadas evidencias de efectos directos e indirectos sobre la inflación medida por el IAPC. La tasa de variación interanual de los precios de todos los alimentos (incluidos el alcohol y el tabaco) se elevó de forma constante en el transcurso de 2010, situándose en el 2,1 % en diciembre, antes de descender hasta el 1,9 % en enero de 2011. El incremento registrado en 2010 puede atribuirse, en parte, a efectos de base al alza derivados de la evolución de los precios de las materias primas alimentarias observada un año antes. Por lo que respecta a los subcomponentes, la tasa de variación interanual de los precios del componente de alimentos no elaborados (especialmente, de las frutas y hortalizas) se elevó de forma significativa en el transcurso de 2010, debido a condiciones atmosféricas adversas. La tasa de variación interanual de los precios de los alimentos elaborados, excluido el tabaco (que debería verse afectada en mayor medida por las mencionadas subidas de los precios de las materias primas alimentarias), se situó en el 0,8 % en enero de 2011, muy por debajo de su media histórica del 1,7 % desde 1999. Esta tasa de variación contrasta con las tasas de variación negativas registradas al inicio de 2010. Los aumentos de los precios de las materias primas alimentarias observados en el mercado interno de la UE (que son más relevantes para la zona del euro) han sido inferiores a los registrados en los mercados internacionales. Los precios de la leche se han mantenido también en una senda más moderada, en comparación con las pronunciadas subidas observadas en 2007 y 2008. Sin embargo, los efectos de una perturbación de los precios de las materias primas alimentarias suelen apreciarse primero en los precios industriales, antes de transmitirse a los precios al por menor y de consumo. En los últimos meses, han aparecido cada vez más evidencias de

crecientes presiones latentes en la cadena de producción alimentaria. Los precios industriales de los alimentos se elevaron un 5,7% en enero de 2011, frente al 0,3% de julio de 2010. Por otro lado, la experiencia pasada muestra que las perturbaciones de los precios de las materias primas alimentarias tardan, normalmente, de dos a cuatro trimestres en transmitirse a la cadena de producción alimentaria y luego a los consumidores.

Si se excluyen los alimentos y la energía, que representan cerca del 30% de la cesta del IAPC, la inflación interanual medida por el IAPC se situó en el 1,1% en enero de 2011. Esta medida de la inflación subyacente, básicamente determinada por factores internos, como los salarios, los márgenes y los impuestos indirectos, consiste en dos principales partidas: los bienes industriales no energéticos y los servicios.

La inflación de los bienes industriales no energéticos ha mostrado una tendencia al alza desde el segundo trimestre de 2010, tras descender hasta niveles muy bajos a principios del año. Sin embargo, según los datos más recientes, la tasa de variación interanual de los precios de los bienes industriales no energéticos se situó en el 0,5% en enero de 2011, por debajo del nivel registrado en el cuarto trimestre de 2010, debido a las nuevas normas para el tratamiento de los productos de temporada. La tendencia al alza de la inflación de los bienes industriales no energéticos se ha atribuido no solo a efectos de base al alza, sino también a los aumentos intermensuales de los precios de los bienes industriales no energéticos originados por cambios impositivos, así como a cierta transmisión de la anterior depreciación del tipo de cambio y del encarecimiento de las materias primas. Al mismo tiempo, el incremento de los precios se ha visto limitado por reducidas, pero crecientes, presiones de la demanda y por un moderado crecimiento salarial.

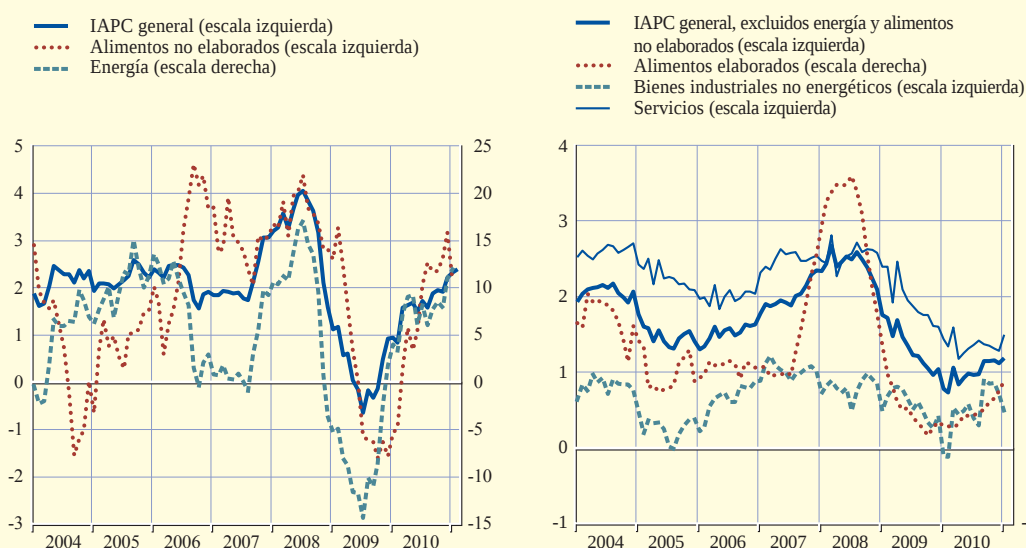
Los bienes industriales no energéticos pueden desglosarse en tres subcomponentes: bienes de consumo duradero (automóviles, muebles, aparatos electrónicos, etc.), semiduradero (materiales de artículos de vestir, textiles, libros, etc.) y no duradero (suministro de agua, productos farmacéuticos, periódicos, etc.). El aumento de la inflación de los bienes industriales no energéticos observado desde el segundo trimestre de 2010 ha sido resultado de la mayor contribución de todos los subcomponentes. La tasa de variación interanual de los precios de los bienes de consumo duradero se elevó al 0% en julio y agosto de 2010, registrando, a partir de septiembre, valores positivos por primera vez desde diciembre de 2007. Esta evolución estuvo determinada, principalmente, por la tasa de variación interanual de los precios de los automóviles, que se tornó positiva en julio, tras haberse mantenido en valores negativos desde la primavera de 2009. Los precios de los automóviles han seguido subiendo en tasa interanual, hasta situarse en el 0,8% en enero de 2011, compensando con creces las recientes caídas de los precios de algunos electrodomésticos. Por su parte, la evolución de los precios de los bienes de consumo semiduradero tiende a verse afectada de forma significativa por las rebajas estacionales, de invierno y verano, que dificultan la detección de pequeños cambios de tendencia. La tasa de variación interanual de los precios de los bienes de consumo semiduradero descendió en el tercer trimestre de 2010, al verse afectados los precios de los artículos de vestir por las rebajas estacionales, con descuentos que no fueron tan importantes como los registrados en las rebajas de verano del año anterior y tras producirse la grave recesión económica. En el cuarto trimestre de 2010, la inflación de los bienes de consumo semiduradero se elevó al 0,9%, reflejo del aumento de los precios de algunas partidas, como las prendas de vestir y el calzado y las piezas de repuesto para automóviles. En enero de 2011, la tasa de variación interanual de los precios de los bienes de consumo semiduradero se tornó ligeramente negativa, debido, en gran medida, a variaciones de los precios de partidas como las prendas de vestir y el calzado, que se ven afectadas por el nuevo reglamento. La inflación de los bienes de consumo no duradero osciló en torno al 1% a lo largo de 2010, como resultado de la distinta evolución de las tasas de variación interanual de los precios de varias partidas, que se vieron, en general, atemperados por el lento crecimiento de la demanda. En el mismo mes, la tasa de variación interanual de los precios de los bienes de consumo no duradero se situó en el 1,3%.

En 2010, la tasa de variación interanual de los precios de los servicios se recuperó con respecto al mínimo del 1,2 % registrado en abril, para oscilar entre el 1,3 % y el 1,4 % en el segundo semestre del año, hasta alcanzar el 1,5 % al principio de 2011. En comparación con la tasa media de inflación del 2,2 % observada desde 1999, estas cifras fueron bastante reducidas, reflejo de una relativa debilidad de la demanda y de un moderado crecimiento salarial. En general, en el segundo semestre de 2010 todos los subcomponentes de servicios registraron tasas de inflación estables, a excepción de los servicios de transporte, a los que parece que no se han transmitido los recientes aumentos de los precios del petróleo, ya que las tasas de variación interanual de los precios de este subcomponente han descendido en los últimos meses, hasta situarse en el 1,5 % en enero de 2011, frente al 2,7 % de julio de 2010. En los últimos meses, la inflación del subcomponente de vivienda ha oscilado entre el 1,6 % y el 1,7 %, y la inflación de los alquileres se estabilizó en el 1,3 %, debido posiblemente a la recuperación de los precios de la vivienda. Esta estabilización señala el final de la tendencia a la baja de la inflación del subcomponente de vivienda. La inflación del subcomponente de servicios recreativos y personales, que comprende un elevado número de partidas de ocio, como las vacaciones organizadas y los servicios de restaurantes y alojamiento, se mantuvo entre el 1 % y el 1,3 % en el segundo semestre de 2010, pero aumentó al 1,6 % en enero de 2011. Este intervalo es relativamente reducido comparado con la media histórica del 2,6 %. De hecho, las tasas de inflación de todos los subcomponentes de servicios permanecen todavía muy por debajo de sus medias históricas, a excepción de los servicios de comunicación, cuya tasa de descenso se moderó hasta el -0,2 % en enero, frente a la media del -0,8 % registrada en 2010.

De cara al futuro, y teniendo en cuenta el hecho de que los precios del Brent fluctuaron entre los 75 euros y los 80 euros por barril a finales de febrero de 2011, y considerando también los precios de los contratos de futuros de petróleo, se espera que la inflación de la energía haya aumentado ligeramente en el citado mes. Aunque la inflación de la energía acuse ciertas presiones a la baja, como resultado de efectos de base, especialmente en marzo y abril, seguirá probablemente siendo alta durante algún tiempo.

Gráfico 44 Desagregación del IAPC por principales componentes

(tasas de variación interanual; datos mensuales)



Fuente: Eurostat.
Nota: Los datos se refieren al Euro-17.

Además, los efectos de pasados aumentos de los precios del petróleo están todavía pendientes y es probable que incidan en los precios de consumo en los próximos meses. En particular, debido a los actuales niveles de los precios del petróleo y de los contratos de futuros de petróleo, así como a la relación retardada entre los precios del gas y del petróleo, los precios de consumo del gas podrían volver a subir en el transcurso de 2011 (especialmente, en abril y julio, dado que se tiende a revisarlos regularmente, según un calendario trimestral, en enero, abril, julio y octubre). Más adelante en el año, se espera que la inflación de la energía se modere, suponiendo que no se produzcan nuevos incrementos de los precios del crudo.

También se prevé una aceleración del crecimiento de los precios de los alimentos en los próximos meses. Existe una mayor incertidumbre de lo habitual en torno a estas perspectivas, dado que la evolución futura de los precios de las materias primas alimentarias es particularmente difícil de anticipar. Ello se debe a su elevada sensibilidad a las condiciones atmosféricas en distintas partes del mundo, al tamaño de determinadas cosechas críticas y a la mayor acumulación de reservas ante la incertidumbre respecto al abastecimiento, como consecuencia de inversiones especulativas en materias primas alimentarias consideradas como activos (en el caso, por ejemplo, de los fondos de inversión libre o *hedge funds*) o como resultado de políticas de seguridad alimentaria (puestas en marcha por numerosos Gobiernos). La amplitud exacta de la transmisión del aumento de los precios de los alimentos en la zona del euro dependerá del comportamiento de los productores y minoristas, así como de la fortaleza de la demanda de consumo.

Los indicadores adelantados de inflación de los bienes industriales no energéticos actualmente disponibles, como la evolución de los precios industriales y de los precios de importación de los bienes de consumo (en ambos casos, excluidos los alimentos y el tabaco), indican que las presiones latentes internas siguen siendo moderadas y que podrían crecer de forma significativa en el transcurso de 2011. Por el contrario, las presiones sobre los precios externos derivadas de la evolución de la inflación mundial y de la pasada evolución del tipo de cambio se han intensificado. En general, estos indicadores, unidos a la mejora gradual de la demanda interna, sugieren que, aunque en los próximos meses la inflación de los bienes industriales no energéticos se mantendrá probablemente de forma estable en torno a los niveles actuales, está sujeta a riesgos predominantemente alcistas.

Por último, se espera que la inflación de los precios de los servicios aumente gradualmente en el transcurso de 2011, impulsada por el fortalecimiento de la demanda interna. Podrían producirse ciertas presiones al alza, como consecuencia de aumentos de los precios de las materias primas y de cambios en los impuestos indirectos de algunos países de la zona del euro.

3.2 PRECIOS INDUSTRIALES

Desde el mínimo alcanzado en el verano de 2009, las presiones en la cadena de suministro crecieron de forma constante en el transcurso de 2010 (véanse cuadro 7 y gráfico 45). En el tercer trimestre, la tasa de variación interanual de los precios industriales, excluida la construcción, se situó en torno al 4%, para volver a aumentar hacia el final del año. En enero de 2011, el IPRI, excluida la construcción, se situó en el 6,1 %. El índice general puede desglosarse entre los precios de los bienes intermedios, de los bienes de equipo, de los bienes de consumo y de la energía. La tendencia al alza del índice general observada desde el verano de 2009 ha estado determinada, principalmente, por los componentes de energía y de bienes intermedios, como resultado del incremento que han experimentado desde entonces los precios del petróleo y de otras materias primas. Además del encarecimiento de las materias primas alimentarias y agrícolas, los precios de las materias primas industriales y de los metales se elevaron sus-

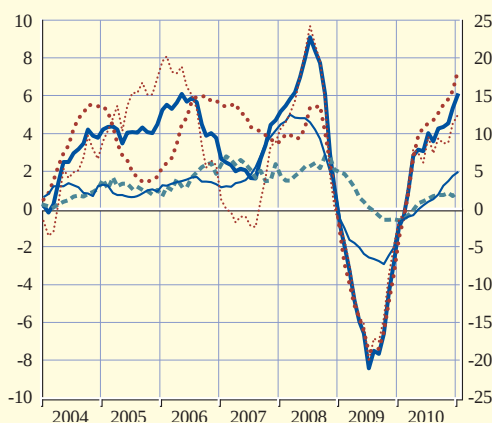
tancialmente, lo que refleja, en cierta medida, una recuperación de la demanda mundial. En el cuarto trimestre de 2010, las tasas de variación interanual de los precios de los componentes de energía y de bienes intermedios se situaron en niveles aproximadamente tres y cuatro veces superiores a su media desde 1991, respectivamente. La tasa de variación interanual de los precios de los bienes de consumo ha aumentado de forma constante desde el otoño de 2009. También ha subido la de los precios de los bienes de equipo desde el final de 2009. La recuperación gradual de los precios de estos dos componentes refleja, en parte, una mayor demanda de bienes de consumo y de bienes de equipo producidos en la zona del euro. Dentro de los componentes de bienes de consumo, la tasa de variación interanual de los precios de los bienes de consumo no duradero solo se tornó positiva en junio de 2010 y se situó en el 2 % en enero de 2011, como consecuencia del aumento de los precios industriales de los alimentos, tras la subida de los precios de las materias primas alimentarias. Sin embargo, pese a los recientes y fuertes aumentos de los precios industriales de los alimentos, estos no han sido tan acusados como los registrados en 2007, lo que sigue sugiriendo una transmisión limitada del incremento de los precios de las materias primas alimentarias. Los precios industriales de los bienes de consumo, excluidos los alimentos y el tabaco, se estabilizaron en el cuarto trimestre de 2010, señal de reducidas presiones latentes sobre los precios de consumo.

Los datos de las encuestas relativos a las presiones en la cadena de producción continúan indicando, para los dos primeros meses del primer trimestre de 2011, presiones al alza sobre los precios en el sector manufacturero y, en menor medida, en el sector servicios (véase gráfico 46). El índice de directores de compras muestra que los costes de los bienes intermedios y los precios de venta subieron en ambos sectores en febrero, alcanzando en el sector manufacturero sus valores históricos más altos desde el inicio de la encuesta (85,3 y 60,8, respectivamente), reflejo del reciente repunte de los precios de las

Gráfico 45 Desagregación de los precios industriales

(tasas de variación interanual; datos mensuales)

- Industria, excluida construcción (escala izquierda)
- ... Bienes intermedios (escala izquierda)
- Bienes de equipo (escala izquierda)
- Bienes de consumo (escala izquierda)
- ... Energía (escala derecha)

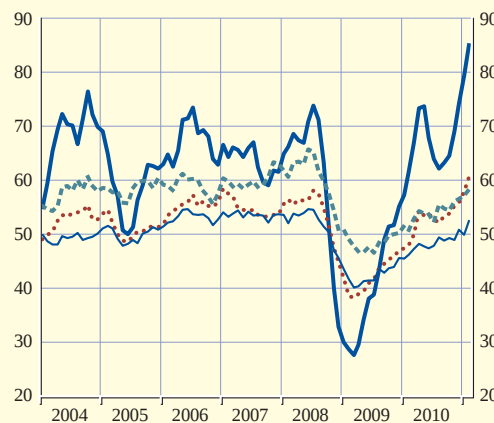


Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.
Nota: Los datos se refieren al Euro-17.

Gráfico 46 Encuestas sobre precios de los bienes intermedios y precios de producción

(índices de difusión; datos mensuales)

- Sector manufacturero; precios de los bienes intermedios
- ... Sector manufacturero; precios cobrados
- Sector servicios; precios de los bienes intermedios
- Sector servicios; precios cobrados



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.

materias primas y de los metales, y de la transmisión de estos incrementos a la cadena de producción. Las presiones sobre los precios en el sector servicios están creciendo también. El índice de costes de los bienes intermedios se elevó hasta 58,4, desde 57,2 en enero, y el índice de precios de venta ascendió hasta 52,8, señal de transmisión de los aumentos de los costes de los bienes intermedios a los consumidores también en el sector servicios.

3.3 INDICADORES DE COSTES LABORALES

Los descensos de los costes laborales de la zona del euro parecen haber tocado fondo, en general, en el primer semestre de 2010 (véanse gráfico 47 y cuadro 8), al haberse estabilizado la situación del mercado de trabajo de la zona en los últimos meses.

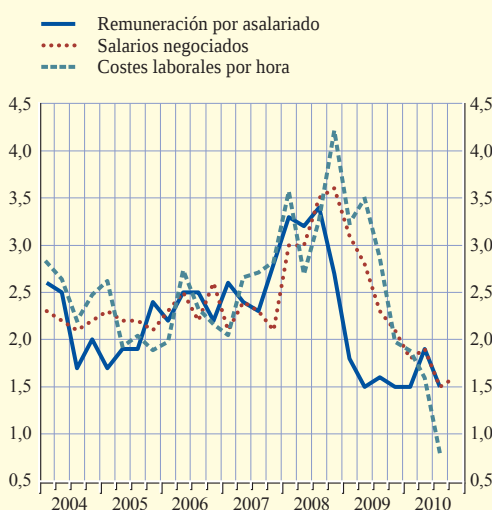
En general, los indicadores de costes laborales mantuvieron una evolución moderada en el tercer trimestre de 2010. La tasa de crecimiento interanual de los salarios negociados (el único indicador de costes laborales actualmente disponible para el cuarto trimestre de 2010) aumentó hasta el 1,6 %, desde el 1,5 % del tercer trimestre. Sin embargo, este indicador va a la zaga de otros indicadores de costes laborales, debido a que la duración media de los acuerdos contractuales es de cerca de un año y medio. De cara al futuro, es probable que la tasa de crecimiento interanual de los salarios negociados se eleve moderadamente. Tras las reducidas subidas salariales pactadas en los últimos años, se esperan aumentos salariales ligeramente más elevados, debido a las expectativas de afianzamiento de la recuperación económica.

La evolución de los costes laborales en el tercer trimestre de 2010 se vio afectada de forma significativa por las horas trabajadas, con un pronunciado aumento de las horas trabajadas por asalariado, impulsado por la mejora de la actividad económica. El incremento de las horas trabajadas por asalariado hizo descender el índice de costes laborales por hora (referido únicamente a la economía de mercado), dado que los asalariados trabajaron un mayor número de horas, sin que ello incidiera necesariamente en la remuneración general, en el contexto de varios planes, como las cuentas de horas flexibles y los planes de reducción de las horas de trabajo subvencionados por el Gobierno, especialmente en la industria. En este contexto, la tasa de crecimiento interanual de los costes laborales por hora de la zona del euro disminuyó en el tercer trimestre de 2010 hasta el 0,8 %, desde el 1,6 % del trimestre anterior, el nivel más bajo observado desde el inicio de la serie de costes laborales por hora en 2001. Al mismo tiempo, la tasa de crecimiento interanual de la remuneración por asalariado disminuyó hasta el 1,5 %, desde el 1,9 % del segundo trimestre, como resultado del descenso del crecimiento de la remuneración por hora y del crecimiento de las horas trabajadas por asalariado.

Por sectores, la contracción del crecimiento de los costes laborales por hora observada en el tercer trimestre de 2010 se produjo de forma generalizada

Gráfico 47 Indicadores de costes laborales

(tasas de variación interanual; datos trimestrales)



Fuentes: Eurostat, datos nacionales y cálculos del BCE.
Nota: Los datos se refieren al Euro-17.

Cuadro 8 Indicadores de costes laborales

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

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

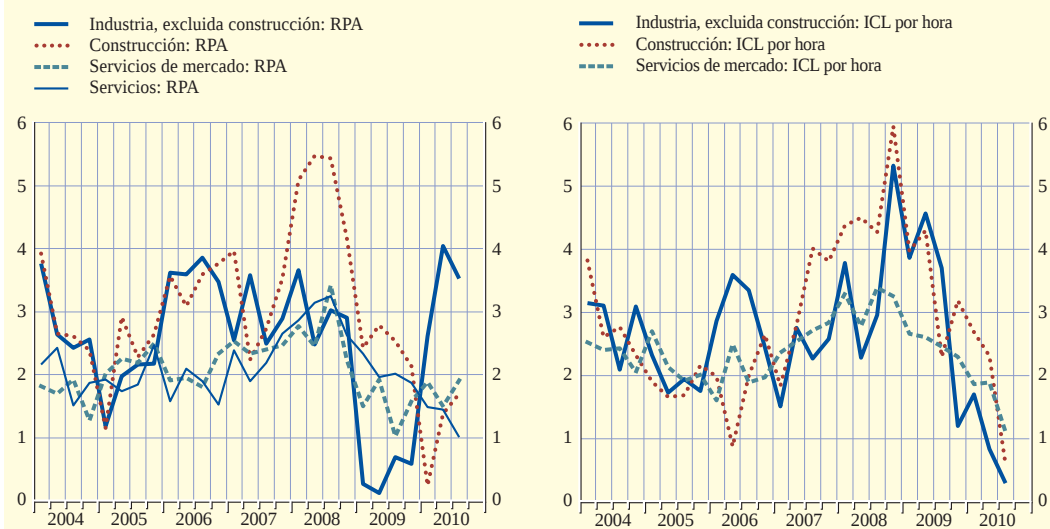
Fuentes: Eurostat, datos nacionales y cálculos del BCE.
Nota: Los datos se refieren al Euro-17.

en todos los sectores (véase gráfico 48). El descenso más pronunciado se registró en el sector de la construcción. En la industria y los servicios de mercado aumentó también el crecimiento de los costes laborales por hora, aunque a un ritmo más lento que en el trimestre precedente. En general, parece que los costes no salariales siguieron creciendo más rápidamente que el componente de sueldos y salarios de la remuneración por asalariado.

Medida por persona ocupada, la tasa de crecimiento interanual de la productividad del trabajo disminuyó en el tercer trimestre de 2010, situándose en el 2,1 %. La actual mejora de la productividad en la zona del euro refleja el ajuste retardado del empleo a la evolución del crecimiento del producto. La tasa de crecimiento de la productividad del trabajo fue superior a la de la remuneración por asalariado por tercer trimestre consecutivo. En consecuencia, en el tercer trimestre la tasa de crecimiento interanual de los costes laborales unitarios volvió a ser negativa (-0,5 %). El actual descenso de los costes laborales unitarios debería favorecer los márgenes de las empresas, que se vieron seriamente afectados por la recesión en 2009.

Gráfico 48 Evolución de los costes laborales por sectores

(tasas de variación interanual; datos trimestrales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.
Notas: Los datos se refieren al Euro-17. RPA = remuneración por asalariado; ICL = índice de costes laborales.

De cara al futuro, se espera que la productividad del trabajo crezca más a medida que el empleo se vaya recuperando, aunque a un ritmo más reducido. Esta evolución, en combinación con una tasa de crecimiento de la remuneración por asalariado todavía contenida, aunque en gradual aumento, debería contribuir a un moderado repunte del crecimiento de los costes laborales unitarios de las empresas de la zona del euro. Sin embargo, es probable que persista la contención de las presiones sobre los costes laborales a medio plazo, a la luz de la mejora gradual del mercado de trabajo.

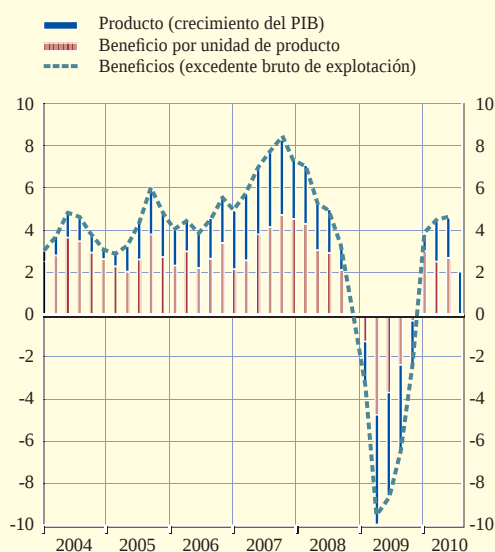
3.4 EVOLUCIÓN DE LOS BENEFICIOS EMPRESARIALES

Tras contraerse durante cinco trimestres consecutivos a partir de finales de 2008 (véase gráfico 49), los beneficios empresariales de la zona del euro empezaron a recuperarse con respecto al mínimo registrado en el primer trimestre de 2010. Esta mejora se debió a la expansión de la actividad económica (volumen) y al aumento del margen por unidad de producto, que se benefició del descenso del crecimiento de los costes laborales unitarios. En el tercer trimestre de 2010, el crecimiento interanual de los beneficios empresariales se situó en el 4,6%.

Tras las pronunciadas caídas observadas en 2009, los beneficios siguieron recuperándose en la industria en el tercer trimestre de 2010, aunque de forma desacelerada, con un incremento interanual superior al 13% (véase gráfico 50). Ello indica que en este sector los beneficios tienden a seguir un patrón cíclico más acusado que en el conjunto de la economía. Sin embargo, pese a este aumento, los beneficios registrados en el sector industrial en el tercer trimestre de 2010 se situaron en un nivel todavía bastante reducido, próximo al observado a mediados de 2005. En el sector de servicios de mercado, los beneficios siguieron creciendo en tasa interanual en el tercer trimestre de 2010 (un 2,1%), tras haberse contraído durante cuatro trimestres consecutivos en el transcurso de 2009.

Gráfico 49 Detalle del crecimiento de los beneficios por producto y beneficio por unidad de producto en la zona del euro

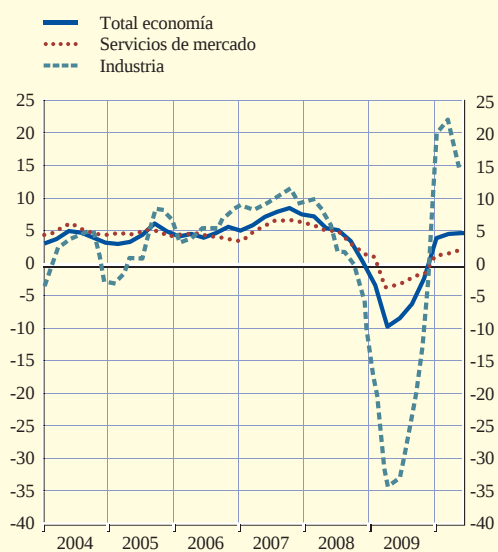
(tasas de variación interanual; datos trimestrales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Gráfico 50 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.

De cara al futuro, es decir, en fechas posteriores a las correspondientes a los datos de contabilidad nacional actualmente disponibles, la mejora de las condiciones de demanda y el esperado nuevo incremento de la productividad deberían seguir impulsando los beneficios, en un modo similar al observado en anteriores fases expansivas del ciclo. Sin embargo, las perspectivas a corto plazo para esta variable son todavía muy inciertas, debido, entre otros factores, al aumento de las presiones sobre los costes de los bienes intermedios generadas por las subidas de los precios del petróleo y de otras materias primas.

3.5 PERSPECTIVAS DE INFLACIÓN

Se espera que las tasas de inflación se mantengan por encima del 2 % durante todo el año 2011. También se observan presiones derivadas de las fuertes subidas de los precios de la energía y de los alimentos en las primeras fases del proceso de producción. Es fundamental que el aumento de la inflación medida por el IAPC no origine efectos de segunda vuelta, lo que daría lugar a presiones inflacionistas generalizadas a medio plazo. Las expectativas de inflación a medio y largo plazo deben seguir firmemente ancladas, en consonancia con el objetivo del Consejo de Gobierno de mantener las tasas de inflación en un nivel inferior, aunque próximo, al 2 % a medio plazo.

Las proyecciones macroeconómicas de marzo de 2011 elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro sitúan la inflación interanual medida por el IAPC en un intervalo comprendido entre el 2 % y el 2,6 % en 2011 y entre el 1 % y el 2,4 % en 2012. En comparación con las proyecciones macroeconómicas de diciembre de 2010 elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro, estos intervalos se han revisado al alza, como consecuencia, principalmente, del considerable aumento de los precios de la energía y de los alimentos. Cabe señalar que las proyecciones se basan en futuros de precios de las materias primas a mediados de febrero de 2011, por lo que no tienen en cuenta las subidas más recientes de los precios del petróleo. Asimismo, las proyecciones se basan en el supuesto de que la fijación de los precios y salarios se mantendrá en una senda moderada.

Los riesgos para las perspectivas de evolución de los precios a medio plazo están al alza y están relacionados, en particular, con subidas mayores de lo previsto de los precios de las materias primas energéticas y no energéticas. 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. Por último, los riesgos están también relacionados con presiones internas sobre los precios en el contexto de la recuperación económica en curso. La fijación de los precios y salarios no debería provocar efectos de segunda vuelta generalizados derivados del alza de los precios de las materias primas.

4 PRODUCTO, DEMANDA Y MERCADO DE TRABAJO

La actividad económica en la zona del euro ha venido registrando una expansión desde mediados de 2009, y, recientemente, ha crecido a tasas intertrimestrales del 0,3% en el tercer y cuarto trimestres de 2010. Como consecuencia, el PIB aumentó un 1,7% en 2010 en su conjunto. Los últimos datos económicos y la información procedente de las encuestas siguen confirmando, en general, el positivo dinamismo subyacente de la actividad económica a principios de 2011. De cara al futuro, las exportaciones de la zona del euro deberían continuar sosteniendo la recuperación en curso a escala mundial. Al mismo tiempo, teniendo en cuenta el nivel relativamente elevado de la confianza empresarial en la zona del euro, la demanda interna del sector privado debería contribuir cada vez más al crecimiento, sustentada en una orientación muy acomodaticia de la política monetaria y en las medidas adoptadas para mejorar el funcionamiento del sistema financiero. No obstante, se prevé que el proceso de ajuste de los balances que se está llevando a cabo en varios sectores modere, en cierta medida, la recuperación de la actividad.

Esta valoración se ve reflejada, asimismo, en las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro de marzo de 2011, según las cuales el crecimiento anual del PIB real se situará en un intervalo comprendido entre el 1,3% y el 2,1% en 2011, y entre el 0,8% y el 2,8% en 2012. En un contexto de incertidumbre elevada, los riesgos para las perspectivas económicas están prácticamente equilibrados.

4.1 PIB REAL Y COMPONENTES DE DEMANDA

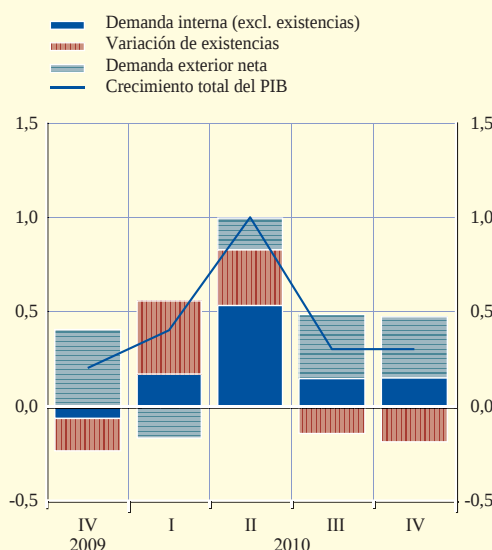
Según la segunda estimación de Eurostat, el PIB real de la zona del euro creció un 0,3% en tasa intertrimestral en el cuarto trimestre de 2010, la misma tasa de crecimiento del trimestre anterior (véase gráfico 51). Como resultado, el PIB se incrementó un 1,7% en 2010 en su conjunto, más de lo que la mayoría de los analistas habían vaticinado en 2009 (véase también el recuadro 6, titulado «Revisiones recientes de las previsiones de crecimiento de la actividad»), con contribuciones positivas de la demanda exterior neta y, en menor medida, de la demanda interna, excluida la variación de existencias. Los indicadores disponibles sugieren que se mantiene el positivo dinamismo subyacente de la recuperación.

CONSUMO PRIVADO

Si bien la actividad económica de la zona del euro empezó a recuperarse en el segundo semestre de 2009, el consumo privado ha mantenido su debilidad desde la importante contracción que se registró durante el mínimo cíclico de la última recesión económica a finales de 2008 y principios de 2009. En el cuarto trimestre de 2010, el consumo privado aumentó un 0,4%, en tasa intertrimestral, frente al 0,1% del tercer trimestre. Como resultado, el consumo ha recuperado la mayor parte de las pérdidas cercanas al 1,7% que se produjeron durante

Gráfico 51 Crecimiento del PIB real y contribuciones

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



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.
Nota: Los datos se refieren al Euro-17.

la recesión, un descenso que fue mucho menos pronunciado que la reducción observada en el PIB total. En 2010, el consumo creció un 0,8 %. Los indicadores más recientes apuntan a un nuevo incremento del gasto en consumo en la zona del euro a comienzos de 2011.

Recuadro 6

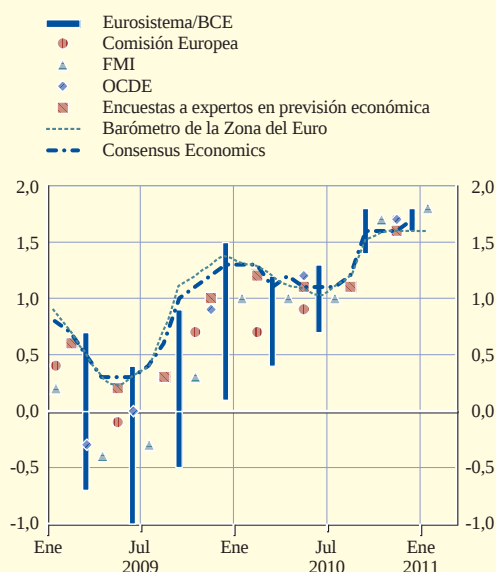
REVISIONES RECIENTES DE LAS PREVISIONES DE CRECIMIENTO DE LA ACTIVIDAD

Desde que se inició la recuperación en el segundo semestre de 2009, el ritmo de crecimiento de la actividad ha sido más rápido de lo esperado, lo que ha dado lugar a una serie de revisiones al alza de las proyecciones del PIB. En este recuadro se examinan los cambios en las proyecciones elaboradas por algunas instituciones y por expertos del Eurosistema y del BCE desde el final de la recesión, y se valoran algunos de los factores que han impulsado la recuperación de la actividad en la zona del euro.

Suele ser difícil realizar una previsión del crecimiento en torno a un punto de inflexión, y el repunte del crecimiento desde que terminó la recesión ha sorprendido a muchos analistas (véase gráfico A). Por ejemplo, la proyección media del crecimiento anual del PIB en 2010 facilitada por Consensus Economics en junio de 2009 fue del 0,3 %, mientras que las proyecciones elaboradas por los expertos del Eurosistema lo situaban entre el -1,0 % y el 0,4 %. Los últimos datos de Eurostat prevén un crecimiento anual del PIB de la zona del euro del 1,7 % en 2010. La actividad ha sido más intensa de lo esperado por la mayoría de los analistas a mediados de 2009 en los países más grandes de la zona del euro (véase gráfico B). Las previsiones de Consensus Economics de mediados de 2009 vaticinaban

Gráfico A Distintas proyecciones del crecimiento del PIB real en 2010

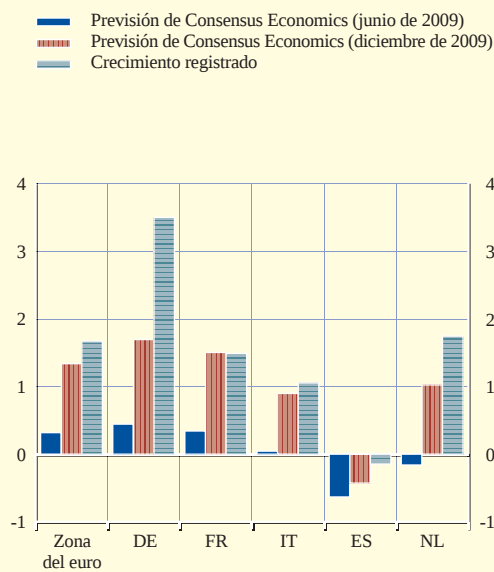
(tasas de variación interanual)



Fuentes: Consensus Economics, BCE, Barómetro de la Zona del Euro, FMI y OCDE.

Gráfico B Proyecciones del crecimiento anual del PIB en los cinco países más grandes de la zona del euro

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Consensus Economics y Eurostat.

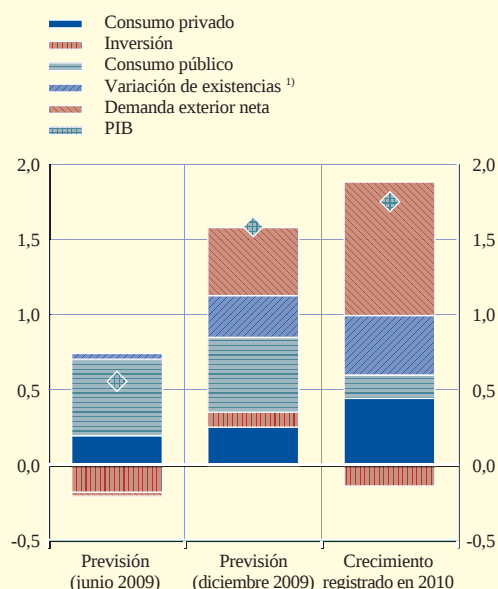
un crecimiento muy débil en 2010 en los tres países más grandes de la zona del euro y caídas continuas del producto en España y en los Países Bajos. La fortaleza de la recuperación del crecimiento en Alemania ha causado especial sorpresa. Por el contrario, las expectativas de los analistas de que se mantendría la debilidad en la economía española han resultado ser más próximas a la realidad.

Un factor importante que explica la veloz recuperación del crecimiento en la zona del euro ha sido el rápido repunte observado en el comercio mundial, que estimuló la demanda externa y las exportaciones de la zona del euro. A mediados de 2009, se esperaba que el elevado grado de incertidumbre reinante y los efectos de la crisis financiera seguirían atenuando el crecimiento mundial durante las primeras etapas de la recuperación. Las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema en junio de 2009 preveían un crecimiento moderado, en torno al 1 % en 2010, en los mercados de exportación de la zona del euro, mientras que las relativas al crecimiento de las exportaciones se situaban entre el -2,0 % y el 1 % en el mismo período¹. No obstante, el repunte del comercio mundial resultó ser mucho más dinámico de lo previsto, siendo su crecimiento especialmente vigoroso en los mercados emergentes. Al recuperarse la confianza empresarial y de los consumidores y disminuir la incertidumbre, se reiniciaron las inversiones y las compras que se habían pospuesto previamente, las empresas repusieron las existencias y el comercio se recuperó con rapidez. Todo lo anterior contribuyó a la recuperación de la zona del euro: se estima que el crecimiento de los mercados de exportación de la zona del euro en 2010 fue del 12 %, aproximadamente, mientras que las exportaciones crecieron casi un 11 %². Es también probable que la depreciación del tipo de cambio efectivo del euro observada en 2010 haya beneficiado a las exportaciones. En general, la demanda exterior neta realizó una considerable contribución al crecimiento del PIB en 2010 (véase gráfico C).

En 2010, la demanda interna fue también mayor de lo previsto. La incertidumbre prevaleciente en los momentos en que la recesión era más profunda empezó a desvanecerse con relativa rapidez y la confianza se recuperó, como muestran el moderado incremento del gasto de los hogares y el descenso de las tasas de ahorro. Al mismo tiempo, las mejores perspectivas de crecimiento interno y mundial,

Gráfico C Contribuciones al crecimiento del PIB de la zona del euro en 2010, previsto por Consensus Economics

(tasas de variación interanual; puntos porcentuales)



Fuentes: Consensus Economics y cálculos del BCE.

Nota: Las contribuciones se calculan sobre la base de las tasas de crecimiento anual previstas para 2010 por componentes de la demanda, utilizando como punto de partida las cifras actuales de Eurostat para 2009.

1) Los analistas facilitan a Consensus Economics previsiones sobre el consumo privado, la inversión, el consumo público, las exportaciones y las importaciones. No se proporcionan previsiones sobre la variación de existencias. Por lo tanto, en este gráfico, la previsión de las existencias se calcula como la suma de los residuos de las proyecciones del PIB y las contribuciones de los demás componentes.

1 Véase «Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro», *Boletín Mensual*, BCE, junio de 2009.

2 Véase el recuadro titulado «Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro», en el presente *Boletín Mensual*.

sumadas a la reducción de la incertidumbre, provocaron una rápida inflexión en el ciclo de existencias, lo que contribuyó considerablemente al crecimiento en las primeras etapas de la recuperación³.

En conjunto, parece que la serie de revisiones al alza efectuadas desde que terminó la recesión fueron necesarias sobre todo por la recuperación más intensa de lo esperado que se registró a escala mundial. Efectivamente, parece que gran parte de la recesión económica internacional que se observó en 2008 y 2009 tuvo solamente un carácter temporal, como consecuencia del considerable aumento de la incertidumbre, posterior a la brusca intensificación de las tensiones en los mercados financieros, que llevó a las empresas de todo el mundo a reescalar o posponer la inversión. En ese momento, las proyecciones no preveían el carácter temporal de parte del ajuste efectuado a finales de 2008 y principios de 2009 y, por ello, subestimaron la fortaleza de la subsiguiente recuperación del comercio mundial.

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

La débil evolución que se observó en el crecimiento de la renta disponible, como consecuencia de la estabilidad en los mercados de trabajo, sigue siendo el principal factor determinante del tímido crecimiento del consumo desde el inicio de la recuperación. Pese a que la situación en los mercados de trabajo debería mejorar gradualmente, la inflación relativamente elevada que se prevé (véase también la sección 3) probablemente modere el crecimiento de la renta real disponible durante la mayor parte del año actual.

En lo que se refiere a los distintos componentes de la renta de los hogares, las contribuciones de la remuneración nominal de los asalariados y del excedente bruto de explotación y la renta mixta a las tasas de variación interanual de la renta bruta disponible siguieron aumentando en los tres primeros trimestres de 2010, mientras que las prestaciones sociales netas de cotizaciones tuvieron un impacto menor en la renta total (véase el recuadro titulado «Cuentas integradas de la zona del euro del tercer trimestre de 2010», en el *Boletín Mensual* de febrero de 2011).

Otro factor determinante del débil crecimiento del consumo fue el fuerte descenso de la riqueza financiera en 2008 y 2009, que tuvo un efecto prolongado en el ahorro y en el consumo en 2010. El descenso general de los precios de la vivienda en 2009 también incidió negativamente en la evolución del consumo, debido a su efecto sobre la riqueza inmobiliaria. No obstante, tanto la riqueza financiera como la inmobiliaria parecen haber contribuido positivamente al patrimonio neto de los hogares en los tres primeros meses de 2010.

Además de los efectos riqueza, la disponibilidad del crédito es un determinante importante del gasto en consumo. Tras un fuerte descenso de los préstamos para adquisición de vivienda entre 2007 y mediados de 2009, el crecimiento de esta variable ha aumentado, mientras que el crecimiento del crédito al consumo ha seguido siendo negativo (véanse el recuadro 4 del presente *Boletín Mensual* y el artículo titulado «Evolución reciente de los préstamos al sector privado» en el *Boletín Mensual* de enero de 2011).

Por último, la incertidumbre relativa a la situación económica, en general, y a las perspectivas de empleo, en particular, también ha dado lugar, probablemente, a la contención del gasto por parte de los consumidores. Esta reacción se reflejó en el indicador de confianza de los consumidores de la Comisión Europea, que descendió de forma acusada hasta el comienzo de 2009, descenso que se vio acompañado por un aumento de la tasa de ahorro. No obstante, la confianza de los consumidores se ha recuperado desde entonces, mientras que la tasa de ahorro ha disminuido. La mejora se debe, en gran medida, a las

expectativas de reducción del desempleo. La confianza de los consumidores se situó por encima de su nivel medio a largo plazo en enero y febrero de 2011. En promedio, la confianza de los consumidores en estos dos meses se situó ligeramente por debajo del nivel observado en el cuarto trimestre de 2010, pero se mantuvo por encima de la del tercer trimestre de 2010. Mientras tanto, el indicador de compras de bienes duraderos, que muestra una correlación relativamente elevada con el crecimiento interanual del consumo de la zona del euro, no se modificó en los dos primeros meses de 2011 y siguió situándose en un nivel bajo, pero ligeramente mejor que la media del cuarto trimestre de 2010.

Por lo que respecta a la evolución más reciente de los indicadores, las ventas del comercio al por menor se redujeron un 0,5% en tasa intertrimestral en el cuarto trimestre de 2010, tras un avance del 0,4% en el tercero (véase gráfico 52). Mientras tanto, las matriculaciones de automóviles se elevaron un 6,5% en el cuarto trimestre, tras haber caído un 5% en el trimestre anterior. En enero de 2011, las matriculaciones de automóviles se mantuvieron en un nivel similar al del cuarto trimestre de 2010. El índice de directores de compras relativo a las ventas al por menor se situó por encima de 50, en media de enero y febrero de 2011, y también por encima de la media del cuarto trimestre de 2010. Según las encuestas de la Comisión Europea, la confianza del comercio al por menor en estos dos meses fue superior a su media a largo plazo, pero inferior al nivel del cuarto trimestre. Ambos indicadores apuntan a un crecimiento positivo de las ventas del comercio al por menor en el primer trimestre de 2011.

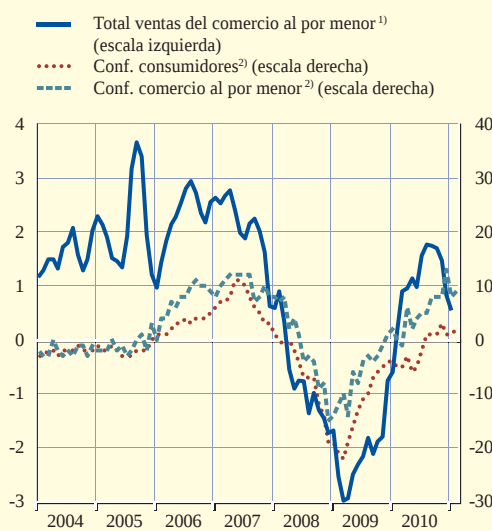
INVERSIÓN

La formación bruta de capital fijo disminuyó un 0,6%, en tasa intertrimestral, en el cuarto trimestre de 2010, tras haber retrocedido un 0,1% en el tercero, reflejando una reducción parcial posterior al sólido resultado que se registró en el segundo trimestre. Esta disminución hizo que la tasa de variación interanual de 2010 fuera del -0,7%. Las tasas de crecimiento intertrimestral de la inversión total han sido negativas desde el segundo trimestre de 2008, salvo en el segundo trimestre de 2010. Las tasas positivas observadas en ese trimestre se debieron a factores temporales.

No se dispone aún de una desagregación completa de la formación de capital. Sin embargo, a partir de los datos facilitados por los países, se observa que la inversión, excluida la construcción, que incluye el equipo y la maquinaria, así como los medios de transporte, y que constituye cerca de la mitad de la inversión, se aceleró en el cuarto trimestre, tras haberse ralentizado en el trimestre anterior. Desde mediados de 2009, la contracción de la inversión, excluida la construcción, ha sido mucho más suave, a causa del fortalecimiento de la actividad económica total y de unas condiciones de financiación menos estrictas; en 2010 la inversión, excluida la construcción, creció. La producción industrial de bienes de equipo, un indicador de la inversión futura, excluida la construcción, siguió creciendo de manera acusada en el cuarto trimestre de

Gráfico 52 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.
Notas: Los datos se refieren al Euro-17. 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.

2010. Según las encuestas, en el cuarto trimestre de 2010 la confianza industrial fue elevada. Además, la utilización de la capacidad productiva aumentó nuevamente en enero con respecto a octubre (véase también el recuadro 8, titulado «Perspectivas de inversión en la zona del euro: valoración basada en datos de encuestas y de utilización de la capacidad productiva», en el Boletín Mensual de febrero de 2011).

Por otra parte, es probable que hayan caído tanto el componente residencial como el no residencial de la inversión en construcción. La producción de la construcción siguió reduciéndose en el cuarto trimestre de 2010, aunque más lentamente que en el tercero. Las licencias de obras también disminuyeron en el mismo período. Este descenso de la actividad se debió, en parte, a las desfavorables condiciones meteorológicas en algunos países y a la persistente debilidad de la construcción en los países en los que se habían observado incrementos sustanciales antes de que se iniciara la reciente recesión. Las encuestas de la Comisión Europea y el índice de directores de compras sugieren que la actividad en el sector de la construcción sigue siendo moderada.

Por lo que respecta al primer trimestre de 2011, los escasos indicadores disponibles apuntan a una tasa de crecimiento positiva de la formación bruta de capital de la zona del euro. El aumento de las tasas de utilización de la capacidad productiva debería seguir teniendo un impacto positivo sobre la inversión, excluida la construcción, pues la creciente demanda ha de satisfacerse con un incremento de la capacidad de producción en algunos países y ramas de actividad. La mejora de las condiciones de financiación en la mayoría de los países contribuiría, asimismo, a respaldar la formación de capital productivo.

El positivo dinamismo de la actividad, que se refleja en los elevados valores del índice de directores de compras relativo a las manufacturas y de su componente de nuevos pedidos en febrero, así como en la evolución fundamentalmente positiva de la confianza industrial, medida por las encuestas nacionales y de la Comisión Europea, también respalda las favorables perspectivas de la inversión, excluida la construcción, en el primer trimestre de 2011. Los indicadores sobre nuevos pedidos industriales, disponibles hasta diciembre de 2010, apuntan a un aumento del índice general y a una subida más acusada de los bienes de inversión, y son compatibles con estas perspectivas.

Se prevé que la inversión en construcción crezca a principios de 2011, en parte a causa de la recuperación de la actividad constructora en las regiones con más probabilidad de haberse visto afectadas negativamente por las adversas condiciones meteorológicas del último trimestre de 2010.

Si se tiene en cuenta un horizonte más prolongado, y se excluye la volatilidad a corto plazo, se espera que la inversión, excluida la construcción, siga fortaleciéndose en los próximos trimestres, en línea con el crecimiento general de la actividad económica y a medida que las condiciones de la financiación vuelvan progresivamente a la normalidad. Las difíciles condiciones de financiación, en particular, constituyeron una causa importante del débil repunte de la formación de capital en las fases iniciales de la recuperación hasta el segundo trimestre de 2010. Para la inversión en construcción se prevé un crecimiento más débil, pero, no obstante, positivo. Concretamente, la recuperación de los mercados inmobiliarios debería sostener el componente residencial. Sin embargo, es necesario aún efectuar nuevos ajustes en los mercados de la vivienda de algunas partes de la zona del euro.

CONSUMO PÚBLICO

El consumo público de la zona del euro ha sido moderado en los últimos trimestres, como consecuencia, principalmente, de los esfuerzos de consolidación fiscal desplegados en varios países. El crecimiento intertrimestral del consumo público, en términos nominales, siguió disminuyendo y, en el cuarto trimestre de 2010, pasó a ser negativo (–0,5%). Sin embargo, esta dinámica solo se ve reflejada parcialmente

en el perfil del consumo público real, dado el perfil tan volátil observado en el deflactor del consumo público. Por consiguiente, después de las tasas de crecimiento positivas que se registraron en los trimestres anteriores, el crecimiento intertrimestral del consumo público, en términos reales, siguió siendo ligeramente positivo en el cuarto trimestre del año (0,1 %).

Al examinar los factores que determinan la evolución del consumo público real, conviene analizar su evolución en términos nominales para mantener la coherencia con las cifras presupuestarias utilizadas por los Gobiernos. La moderación en la remuneración de los empleados públicos —que afecta al consumo público real a través de la productividad estimada y tiene un efecto nominal a través del deflactor del consumo público— ha sido un importante factor determinante del consumo público nominal. Esta moderación de la remuneración, que supone casi la mitad del consumo público total, es resultado de los recortes salariales y de las reducciones de empleo en algunos países. El gasto en consumo intermedio, que representa alrededor de un tercio del total, también ha venido creciendo de forma moderada, debido a los esfuerzos de consolidación realizados por los Gobiernos. Este crecimiento contrasta con las transferencias sociales en especie, que también representan en torno a un cuarto del consumo público y que han estado creciendo más en consonancia con las medias históricas, lo que refleja la evolución de variables como el gasto sanitario, que tienen una dinámica en cierta medida autónoma. Los restantes componentes del consumo público, como el consumo de capital fijo, son relativamente poco importantes y no han afectado significativamente al perfil del consumo público durante el año último.

De cara al futuro, se prevé que el impulso dado a la demanda interna por el consumo público siga siendo moderado en los próximos trimestres como resultado de los nuevos esfuerzos de consolidación fiscal acometidos en una serie de países de la zona del euro.

EXISTENCIAS

En el último trimestre de 2008 y en el primer semestre de 2009, las empresas de la zona del euro respondieron a la recesión reduciendo sus existencias de forma acusada. Posteriormente, la variación de existencias ha realizado, en promedio, una pequeña contribución positiva al crecimiento intertrimestral del PIB, que está en línea con la recuperación económica y con las expectativas de que se produzcan nuevas mejoras en la demanda.

Sin embargo, más recientemente, las existencias contribuyeron de manera ligeramente negativa al crecimiento del PIB en el segundo semestre de 2010. Es preciso ser cautos al interpretar la evolución intertrimestral, ya que la estimación de las existencias está sujeta a incertidumbres de carácter estadístico, así como a revisiones. No obstante, la evidencia anecdótica sugiere que la contribución negativa de las existencias al crecimiento intertrimestral del PIB en el último trimestre de 2010 podría estar relacionada con los mayores esfuerzos por reducir el capital circulante a final del año.

Las encuestas indican ligeros movimientos en las existencias en el primer trimestre de 2011. Las empresas mejoraron, en cierta medida, su valoración de las existencias de materias primas adquiridas en los dos primeros meses de 2011, en comparación con la media del cuarto trimestre de 2010. De cara al futuro, no puede descartarse una acumulación limitada de las existencias en el contexto de una mejora de la demanda y de expectativas de nuevas subidas de precios.

COMERCIO EXTERIOR

Tras alcanzar su nivel máximo durante el primer semestre de 2010, el comercio de la zona del euro, en términos reales, volvió a crecer, aunque a un ritmo más moderado, en el tercer trimestre de 2010, y se observaron ciertas señales de estabilización en las tasas de crecimiento en el cuarto trimestre. Estas tendencias han sido

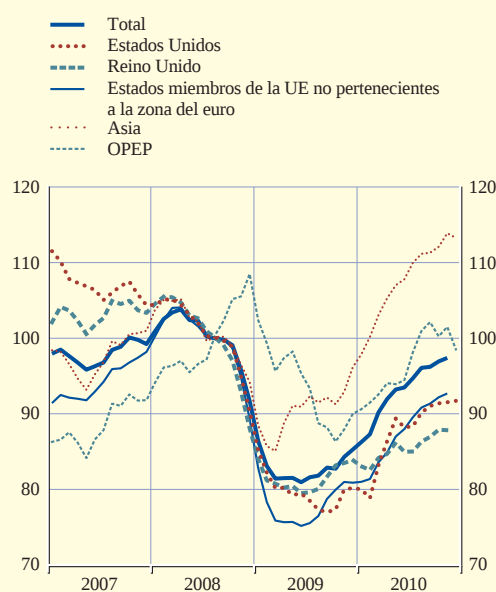
generalizadas en las principales categorías de productos. En particular, las tasas de crecimiento de las importaciones y las exportaciones de todas las categorías de productos registraron un máximo en el segundo trimestre de 2010, y se moderaron en el tercer trimestre. Los datos sobre el comercio en términos reales disponibles hasta noviembre señalan que las tasas de crecimiento se recuperaron en el caso de los bienes de consumo, pero siguieron desacelerándose en las restantes categorías de productos.

Los datos sobre el comercio en términos nominales disponibles hasta diciembre indican que las tasas de crecimiento del comercio de la zona del euro mostraban ciertas señales de un ligero repunte a finales del cuarto trimestre (véase recuadro 7 para una información más detallada de la evolución de la balanza de pagos de la zona del euro). En general, la expansión de las exportaciones a países no pertenecientes a la zona del euro en el último trimestre de 2010 estuvo respaldada por la demanda externa, especialmente de Asia (principalmente, de China) y de algunos Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro (véase gráfico 53). La contribución a esta expansión realizada por las economías desarrolladas, como Estados Unidos y el Reino Unido, siguió siendo más limitada. Al mismo tiempo, el crecimiento de las importaciones de la zona del euro se debió, principalmente, al mayor grado de demanda interna, y estaba también en línea con los recientes aumentos observados en la producción industrial.

En el contexto de mejora de la actividad mundial, se espera que las exportaciones de la zona del euro continúen creciendo en el futuro próximo, pero a un ritmo algo mayor que en el segundo semestre de 2010. Este crecimiento es acorde con la evidencia procedente de las encuestas. En febrero, el índice de directores de compras relativo a la cartera de pedidos exteriores del sector manufacturero de la zona del euro, que ha venido aumentando desde septiembre de 2010, permaneció muy por encima del umbral de 50, que determina la expansión y la contracción. Al seguir la recuperación de la economía de la zona del euro, el crecimiento de las importaciones podría resultar ser ligeramente más intenso en los próximos meses que a finales de 2010. A pesar de ello, es probable que la demanda exterior neta siga sosteniendo el crecimiento del PIB de la zona del euro en el futuro próximo.

Gráfico 53 Exportaciones nominales 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 diciembre de 2010, salvo en el caso de los Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro y el Reino Unido (noviembre de 2010). El agregado Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro no incluye Dinamarca, Suecia ni el Reino Unido.

Recuadro 7

EVOLUCIÓN RECIENTE DE LA BALANZA DE PAGOS DE LA ZONA DEL EURO

En este recuadro se analiza la evolución de la balanza de pagos de la zona del euro en el cuarto trimestre de 2010 y en el conjunto del año. En general, en 2010, el déficit por cuenta corriente de

la zona del euro aumentó ligeramente en comparación con 2009, situándose en 56,4 mm de euros (alrededor del 0,6% del PIB de la zona). En la cuenta financiera, las entradas netas del agregado de inversiones directas y de cartera registraron un acusado descenso, hasta situarse en 111,2 mm de euros en 2010.

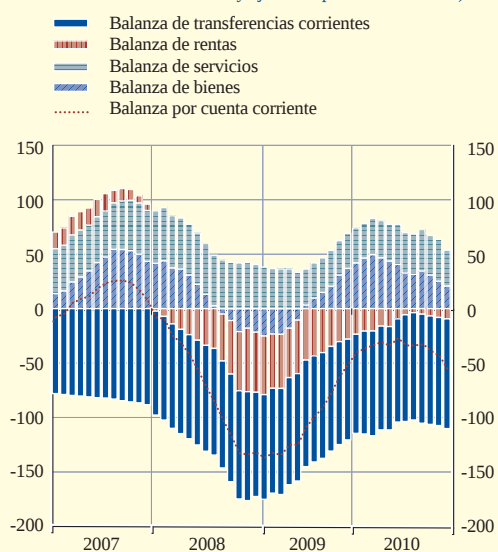
Ligero aumento del déficit por cuenta corriente en 2010

Según los datos de la balanza de pagos de la zona del euro, el crecimiento del comercio de bienes y servicios con países no pertenecientes a la zona aumentó en el cuarto trimestre de 2010. En tasa intertrimestral, las exportaciones y las importaciones nominales de bienes y servicios crecieron un 1,8% y un 5,0%, respectivamente, frente al 1,1% y al 1,3% registrados en el trimestre anterior (véase cuadro). Por lo que respecta al comercio de bienes, las exportaciones y las importaciones también crecieron en el cuarto trimestre a una tasa más alta que en el tercero. El mayor incremento de las exportaciones refleja el repunte del comercio mundial hacia finales de 2010, cuando se fortaleció de nuevo la dinámica de crecimiento a escala mundial. Incluso entonces, el aumento de las exportaciones a países de fuera de la zona fue menor que en el primer semestre del año, al desacelerarse la actividad económica mundial. El crecimiento de las exportaciones de servicios fue negativo, situándose en el -0,9% en el cuarto trimestre, mientras que las importaciones en términos nominales aumentaron un 2,9%. El crecimiento total de las exportaciones en el cuarto trimestre puede atribuirse, principalmente, a la evolución en términos reales, dado que los precios de exportación se mantuvieron en niveles moderados. Por el contrario, el crecimiento de las importaciones en términos nominales se debió, en gran medida, a la dinámica de los precios de importación, que aumentaron un 1,3% en el cuarto trimestre, como consecuencia, en particular, del alza de los precios de las materias primas.

En el conjunto del año 2010, el déficit por cuenta corriente registró un ligero incremento (véanse cuadro y gráfico A), situándose en 56,4 mm de euros (alrededor del 0,6% del PIB de la zona del euro), frente a los 51,4 mm de euros contabilizados en 2009. Este descenso es el resultado de un deterioro de las balanzas de bienes y transferencias corrientes, que se compensó en parte con una mejora de la balanza de rentas. Concretamente, la caída del superávit de la balanza de bienes se debió parcialmente al alza de los precios del petróleo observada a lo largo del año, que contribuyó a un aumento del déficit del comercio de petróleo, hasta los 169,6 mm de euros, en los doce meses transcurridos hasta noviembre de 2010, cifra muy superior a los 131,2 mm de euros registrados un año antes. El deterioro de la balanza de transferencias corrientes refleja una reducción de las transferencias pagadas a la zona del euro por otros Gobiernos e instituciones no gubernamentales, así como un aumento de las remesas de trabajadores desde la zona del euro hacia países no pertenecientes a la zona. La mejora de la balanza de rentas fue resultado de un

Gráfico A Principales partidas de la cuenta corriente

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



Fuente: BCE.

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

(datos desestacionalizados, salvo indicación en contrario)

			Cifras acumuladas de tres meses				Cifras acumuladas de doce meses	
	2010 Nov	2010 Dic	2010				2009 IV	2010 IV
			I	II	III	IV		
mm de euros								
Cuenta corriente	-10,5	-13,3	-1,9	-6,7	-14,4	-33,4	-51,4	-56,4
Bienes	-4,1	0,4	15,3	6,1	5,5	-6,1	37,0	20,8
Exportaciones	136,3	134,5	365,0	388,4	393,7	404,2	1.288,7	1.551,3
Importaciones	140,4	134,1	349,7	382,3	388,2	410,3	1.251,7	1.530,5
Servicios	4,4	-1,1	8,5	9,9	9,6	4,9	32,2	32,9
Exportaciones	44,9	41,1	121,9	128,6	128,7	127,5	469,1	506,7
Importaciones	40,5	42,2	113,4	118,7	119,1	122,6	436,9	473,8
Rentas	-4,3	-4,4	2,3	0,4	-1,5	-10,6	-28,0	-9,4
Transferencias corrientes	-6,5	-8,2	-28,1	-23,1	-27,9	-21,7	-92,6	-100,7
Cuenta financiera ¹⁾	11,3	9,3	22,1	27,4	-7,9	26,1	31,0	67,8
Total inversiones directas y de cartera netas	48,9	56,5	-23,7	72,3	-51,4	113,9	190,3	111,2
Inversiones directas netas	23,4	19,0	-40,3	-38,4	-37,4	30,3	-74,5	-85,9
Inversiones de cartera netas	25,6	37,5	16,6	110,7	-13,9	83,7	264,8	197,1
Acciones y participaciones	-9,2	-8,5	-36,0	19,0	40,0	19,2	37,2	42,3
Valores distintos de acciones	34,8	46,0	52,7	91,7	-54,0	64,4	227,6	154,8
Bonos y obligaciones	28,1	48,0	23,9	93,6	-99,9	64,1	117,1	81,8
Instrumentos del mercado monetario	6,6	-2,0	28,8	-1,9	45,9	0,3	110,6	73,0
Otras inversiones netas	-38,2	-48,5	46,5	-47,8	48,2	-82,1	-215,4	-35,2
Variaciones porcentuales con respecto al periodo anterior								
Bienes y servicios								
Exportaciones	3,6	-3,1	7,8	6,2	1,1	1,8	-15,9	17,1
Importaciones	3,0	-2,6	6,7	8,2	1,3	5,0	-18,2	18,7
Bienes								
Exportaciones	2,1	-1,3	9,4	6,4	1,4	2,7	-18,3	20,4
Importaciones	3,4	-4,5	7,2	9,3	1,6	5,7	-21,5	22,3
Servicios								
Exportaciones	8,3	-8,5	3,3	5,4	0,1	-0,9	-8,5	8,0
Importaciones	1,7	4,2	4,9	4,6	0,4	2,9	-7,1	8,4

Fuente: BCE.

Nota: Pueden producirse discrepancias debido al redondeo.

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

incremento de las compensaciones recibidas por los residentes en la zona del euro por su trabajo en el exterior y de un descenso de las rentas de la inversión satisfechas a no residentes en la zona del euro en concepto de intereses y dividendos por sus inversiones en la zona, lo que refleja la evolución económica más sólida registrada fuera de la zona del euro. Por último, el superávit de la balanza de servicios se mantuvo prácticamente estable en 2010, mientras que tanto las importaciones como las exportaciones volvieron a registrar tasas de crecimiento positivas en línea con la recuperación económica mundial.

La cuenta financiera volvió a registrar entradas netas en el cuarto trimestre

En cifras intertrimestrales, el saldo de la cuenta financiera se mantuvo prácticamente estable durante todo del año 2010, salvo en el tercer trimestre. Concretamente, en el primer trimestre de 2010, el agregado de inversiones directas y de cartera registró un cambio de signo, de salidas netas a entradas netas, que solo se contrarrestó en parte con las salidas netas contabilizadas en otras inversiones. Una

mirada más atenta a las distintas categorías de inversiones sugiere que las inversiones de cartera fueron el principal factor determinante de esta evolución (véase cuadro).

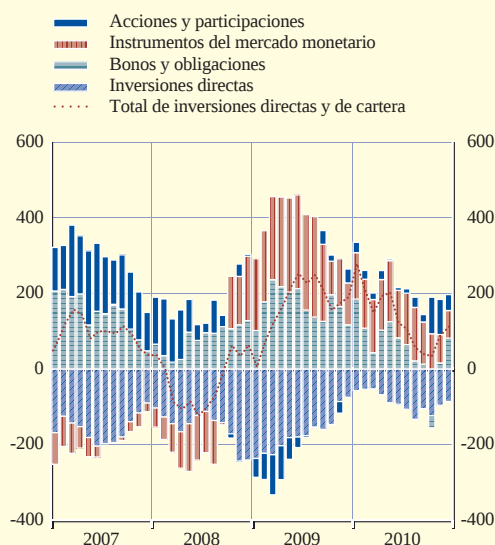
Considerando con más detalle la evolución de las inversiones de cartera, se observa un cambio de signo, de salidas netas a entradas netas, en el cuarto trimestre de 2010, debido principalmente a la evolución de los bonos y obligaciones. Aunque los no residentes habían vendido bonos de la zona del euro en el tercer trimestre de 2010 en un clima de inquietud en los mercados por la sostenibilidad de la deuda soberana de algunos países de la zona¹, reanudaron sus compras en el cuarto trimestre, a medida que remitieron las tensiones.

Por lo que respecta a los valores de renta variable, las entradas netas disminuyeron en el cuarto trimestre. En general, en un contexto de aumento de las cotizaciones bursátiles y descenso de la volatilidad en los mercados, las compras transfronterizas de acciones y participaciones, por parte tanto de residentes como de no residentes en la zona del euro, experimentaron un incremento en el segundo semestre del año, recuperándose de la caída observada en el primer semestre.

En el conjunto del año 2010, las entradas netas del agregado de inversiones directas y de cartera se redujeron considerablemente, situándose en 111,2 mm de euros, frente a 190,3 mm de euros en 2009. El descenso se debió, principalmente, a una significativa reducción de las entradas de inversiones de cartera, que cayeron desde los 264,8 mm de euros contabilizados en 2009 hasta 197,1 mm de euros en 2010 (véanse cuadro y gráfico B). Esta reducción estuvo determinada, fundamentalmente, por la evolución de las inversiones en valores distintos de acciones. Concretamente, los no residentes redujeron sus compras de instrumentos de renta fija de la zona del euro, al tiempo que los residentes en la zona incrementaron, en cierta medida, sus compras de este tipo de instrumentos en el exterior. Al igual que en 2009, el sector bancario de la zona del euro vendió valores de renta fija extranjeros en 2010, ventas que, probablemente, guardan relación con el proceso de desapalancamiento realizado por las entidades de crédito de la zona. A diferencia de la evolución de los instrumentos de renta fija, las entradas netas de valores de renta variable aumentaron ligeramente en 2010. Por lo que respecta a la partida «otras inversiones», que incluye principalmente préstamos y depósitos, las salidas netas registraron una acusada caída, pasando de 215,4 mm de euros en 2009 a 35,2 mm de euros en 2010. Esta caída neta oculta un proceso de normalización en la evolución de las otras inversiones en el primer semestre de 2010, en la medida en que los residentes en la zona del euro reanudaron sus inversiones en el exterior y los no residentes hicieron lo propio en la zona del euro. No obstante, este proceso parece haber perdido cierto impulso en el segundo semestre del año.

Gráfico B Principales partidas de la cuenta financiera

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



Fuente: BCE.

1 Cabe señalar que el anterior período en el que se registraron ventas de este tipo de valores fue el cuarto trimestre de 2007.

4.2 PRODUCTO, OFERTA Y MERCADO DE TRABAJO

Si se analiza el lado de las cuentas nacionales correspondiente a la producción, se observa que el valor añadido total se ha recuperado, en general, desde que terminó la recesión, aunque a un ritmo lento, tanto desde una perspectiva histórica como si se evalúa en el contexto de las importantes pérdidas que se registraron durante la reciente recesión. Aunque se registró un fuerte repunte en la actividad del sector industrial, la recuperación del valor añadido de los servicios hasta el momento ha sido débil y la evolución de la construcción ha sido especialmente negativa. Si nos centramos en la evolución más reciente, después de las elevadas tasas de crecimiento registradas en el primer semestre de 2010, el crecimiento del valor añadido perdió fuerza en el segundo semestre, pero los indicadores a corto plazo apuntan a una sólida expansión a comienzos de 2011.

La situación del mercado laboral de la zona se ha estabilizado (véase la sección sobre mercado de trabajo más adelante). Tras el fuerte deterioro observado en 2009, tanto el crecimiento del empleo como la tasa de paro han sido bastante estables desde comienzos de 2010.

PRODUCTO POR RAMAS DE ACTIVIDAD

El valor añadido total creció un 2,5% hasta el cuarto trimestre de 2010, desde el mínimo registrado tras la recesión en el segundo trimestre de 2009. En otras palabras, durante los seis trimestres transcurridos desde el final de la recesión para los que se dispone de datos, se ha recuperado un 45% de las pérdidas registradas durante los cinco trimestres que duró la recesión. Esta comparación pone de relieve la moderada fortaleza y el perfil en forma de «U» de la actual recuperación de la actividad económica. Una desagregación del valor añadido total por sectores económicos pone de manifiesto que la actividad en la industria se ha recuperado con fuerza (en torno a un 9%) desde el fin de la recesión, aunque esta recuperación no es excepcionalmente intensa desde un punto de vista histórico. La fortaleza del crecimiento del valor añadido industrial desde el mínimo cíclico también ha de evaluarse con respecto a las importantes pérdidas que se registraron durante la recesión. Al mismo tiempo, la mejora del valor añadido de los servicios en la actual recuperación ha sido más débil que en la misma etapa de recuperaciones anteriores en la zona del euro. Solo se ha intensificado desde principios de 2010. Sin embargo, la mayor debilidad, tanto en los distintos sectores como desde un punto de vista histórico, se ha registrado en la actividad de la construcción. En este sector, el valor añadido cayó de forma acusada hasta el cuarto trimestre de 2010.

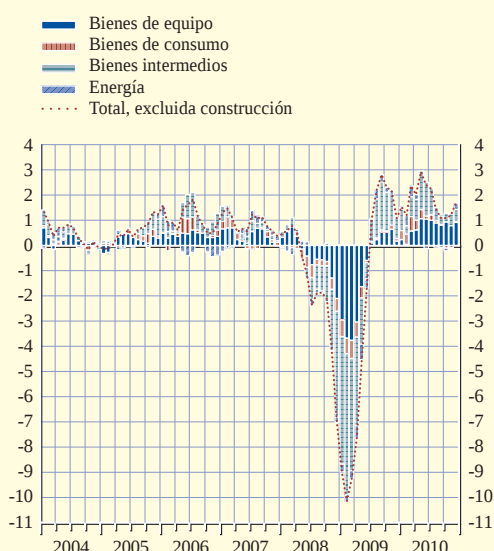
Si se analiza más de cerca la evolución reciente, la recuperación del valor añadido total, que se ha fortalecido significativamente en el primer semestre de 2010 (con un crecimiento medio intertrimestral del 0,7%), se desaceleró en el segundo semestre del año, siendo el crecimiento intertrimestral del valor añadido, tanto en el tercer como en el cuarto trimestre de 2010, del 0,3%. El debilitamiento del crecimiento del valor añadido total del segundo al tercer trimestre de 2010 se debió, en gran medida, a la significativa ralentización del crecimiento del valor añadido de la industria, que pasó de una elevada tasa del 2% al 0,3%. Los datos de producción de las principales ramas de actividad indican que la reducción del crecimiento del valor añadido de la industria en el tercer trimestre de 2010 se debió, principalmente, a la pronunciada moderación del crecimiento de los bienes intermedios, aunque el crecimiento de la producción de bienes de equipo y de consumo también se ralentizó en cierta medida. El sector que contribuyó en mayor medida a la expansión de la producción industrial en el tercer trimestre de 2010 fue el de bienes de equipo, aunque la producción de bienes intermedios también tuvo una contribución positiva, aunque en descenso. El valor añadido de la industria se incrementó significativamente en el último trimestre de 2010, contribuyendo considerablemente al crecimiento del valor añadido total en ese trimestre. Los datos de producción muestran que la contribución más importante al crecimiento industrial provino de nuevo en ese trimestre de los bienes de equipo, aunque la contribución de la producción de

bienes intermedios y de energía también fue positiva, estando relacionada esta última con las condiciones meteorológicas inusualmente adversas que se observaron en diciembre de 2010 (véase gráfico 54). Como consecuencia de las mejoras registradas en la actividad industrial, la utilización de la capacidad productiva siguió aumentando significativamente en los tres meses hasta enero de 2010, hasta alcanzar el nivel de 80, que solo está ligeramente por debajo de su media a largo plazo. Además, los datos de las encuestas de la Comisión Europea indican que los límites a la producción se han seguido reduciendo durante este período, aunque continúan siendo ligeramente elevados. La reducción de los límites a la producción estuvo relacionada con una nueva e importante disminución de los límites impuestos por la demanda insuficiente, mientras que las restricciones de oferta (sobre todo, la falta de equipo) se incrementaron. Los indicadores de corto plazo apuntan a una fuerte dinámica de crecimiento en el sector industrial a comienzos de 2011. Los nuevos pedidos industriales, que deberían aparecer posteriormente en la producción, siguieron aumentando hasta diciembre, el índice de directores de compras relativo a las manufacturas registró un nuevo avance en enero y febrero, hasta situarse en un nivel cercano a su máximo histórico, al igual que el indicador de confianza industrial de la Comisión Europea (véase gráfico 55).

El sector de la construcción también contribuyó al debilitamiento del crecimiento del valor añadido total entre el segundo y el tercer trimestre de 2010. Tras experimentar continuos descenso desde el inicio de la reciente recesión, el valor añadido de la construcción registró un incremento intertrimestral en el segundo trimestre, que estuvo también relacionado con los efectos de las adversas condiciones me-

Gráfico 54 Crecimiento de la producción industrial y contribuciones

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

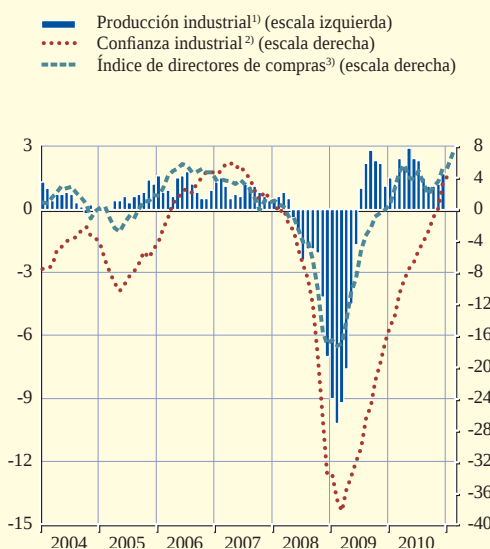


Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: Los datos se refieren al Euro-17. Los datos mostrados se calculan como medias móviles de tres meses, frente a la media correspondiente a los tres meses anteriores.

Gráfico 55 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.

Notas: Los datos se refieren al Euro-17. Los datos de las encuestas se refieren a las manufacturas. A partir de mayo de 2010, los datos de las encuestas de opinión de la Comisión Europea hacen referencia a la clasificación NACE Rev. 2.

1) Tasas de variación intertrimestral.

2) Saldos netos.

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

teorológicas a principios de año. Sin embargo, en el tercer trimestre la actividad en la construcción cayó de nuevo, siendo su contribución al valor añadido total ligeramente negativa. La reducción del valor añadido de la construcción se aceleró en el cuarto trimestre de 2010. Este hecho estuvo relacionado con las condiciones meteorológicas inusualmente frías de diciembre de 2010, que también se reflejaron en una disminución particularmente acusada de la producción de la construcción en ese mes. No obstante, la acumulación de trabajos de construcción causada por las adversas condiciones meteorológicas de diciembre, así como los significativos avances del índice de directores de compras relativo a la construcción, indican una cierta mejora en la actividad constructora en el primer trimestre de 2011.

El crecimiento del valor añadido de los servicios también se desaceleró ligeramente en el tercer trimestre de 2010, en comparación con el sólido aumento observado en el segundo trimestre, a causa del significativo descenso de la tasa de crecimiento del transporte y del comercio, que es un subsector más cíclico. Además, el crecimiento del valor añadido de los servicios continuó moderándose significativamente en el último trimestre de 2010, al ralentizarse aún más el crecimiento del valor añadido del transporte y el comercio, mientras que el crecimiento del valor añadido también se desaceleró en los servicios financieros y empresariales, así como en los relacionados con la administración pública. No obstante, las encuestas apuntan a un repunte del crecimiento del valor añadido de los servicios a principios de año.

MERCADO DE TRABAJO

Después de que se recuperase la demanda, el mercado de trabajo de la zona del euro mostró señales de mejora gradual durante 2010, y los indicadores sugieren un nuevo crecimiento a principios de 2011. Gran parte del ajuste total que se observó en el mercado de trabajo durante la recesión se produjo mediante la reducción de horas trabajadas por persona ocupada más que a través del empleo, pues las empresas atesoraron trabajo ante el pronunciado descenso de la demanda. Desde que terminó la recesión, gran parte del aumento de la demanda se ha satisfecho utilizando esta capacidad productiva sin utilizar de las empresas. Por consiguiente, las señales iniciales de mejora en los mercados de trabajo se han observado en la recuperación de las horas trabajadas por ocupado, donde se han registrado aumentos graduales desde el segundo trimestre de 2009, mientras que el crecimiento del empleo en términos del número de personas ocupadas fue más débil. Esta evolución significa que, a pesar del repunte de la actividad, la tasa de desempleo se mantuvo prácticamente estable a lo largo del año y que siguió observándose un grado de atonía importante en los mercados de trabajo.

Concretamente, el total de horas trabajadas en la zona del euro creció un 0,1 %, en tasa intertrimestral, en el tercer trimestre de 2010, una tasa ligeramente más baja que en el segundo trimestre. El total del factor trabajo se elevó en el tercer trimestre en todas las ramas de actividad, salvo en la construcción, como reflejo de la constante debilidad de la actividad en ese sector. Los datos de horas trabajadas por ocupado muestran una subida del 0,2 % en el tercer trimestre, el sexto incremento trimestral consecutivo. En consonancia con el crecimiento del valor añadido desde que se inició la recuperación, el incremento más acusado en las horas trabajadas por ocupado se produjo en la industria (excluida la construcción), donde las horas trabajadas por asalariado se elevaron a una tasa media intertrimestral del 0,9 % desde el tercer trimestre de 2009. Por el contrario, el avance de las horas trabajadas por ocupado en los servicios y en la construcción ha sido más tímido.

El empleo no registró variaciones en términos intertrimestrales en el tercer trimestre de 2010, tras haber experimentado ligeros aumentos en el primer semestre del año. El crecimiento total del empleo en los servicios fue del 0,2 %, en términos intertrimestrales, en el tercer trimestre de 2010, ligeramente menos que en los dos trimestres anteriores, mientras que la destrucción de empleo continuó en la industria (excluida la construcción) y en la construcción, donde el empleo se redujo un -0,4 % y un -1,1 %, res-

Cuadro 9 Crecimiento del empleo

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

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

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Nota: Los datos se refieren al Euro-17.

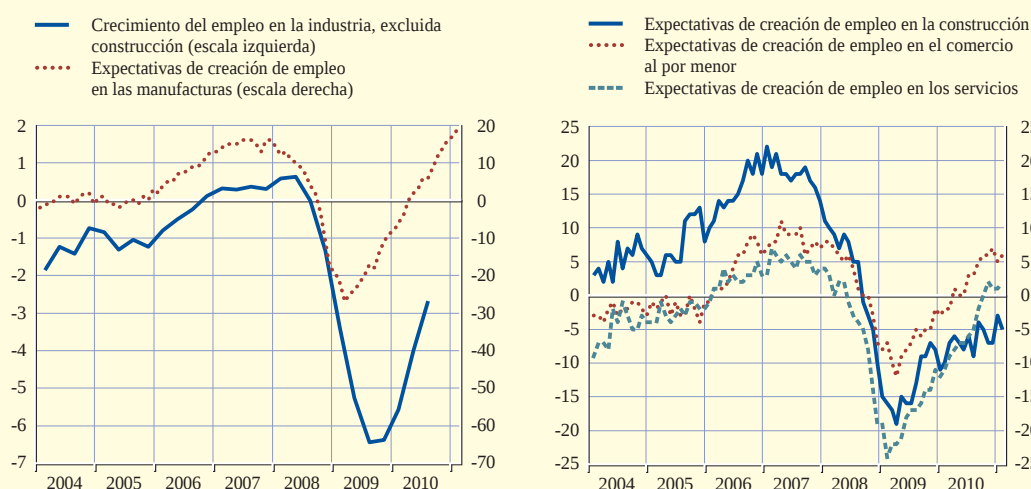
1) Incluye también educación, salud y otros servicios.

pectivamente (véase cuadro 9). Dejando de lado los datos oficiales disponibles, las encuestas de expectativas de empleo sugieren que este seguirá avanzando de forma moderada en el último trimestre de 2010 y a principios de 2011 (véase gráfico 56). El índice PMI sintético de empleo de la zona del euro se situó por encima de 50 en febrero por décimo mes consecutivo, mientras que la encuesta de la Comisión Europea también indicaba una perspectiva favorable para el empleo en los servicios y en la industria.

La recuperación del crecimiento del producto en la zona del euro, sumado a las mejoras más moderadas del empleo, ha generado aumentos de productividad desde que terminó la recesión en el segundo trimestre de 2009. Sin embargo, al aumentar el empleo y estabilizarse el crecimiento, se espera que se ralentice

Gráfico 56 Crecimiento del empleo y expectativas de creación de empleo

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

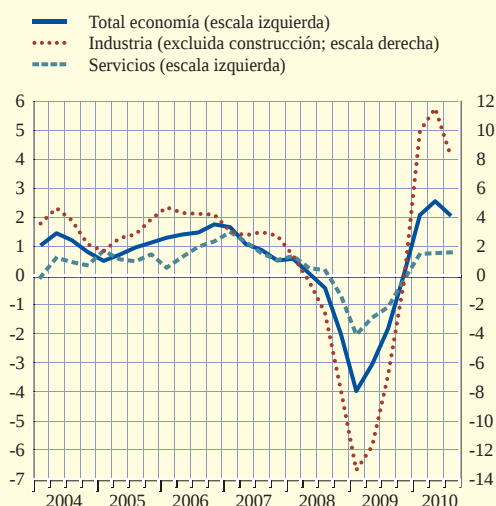


Fuentes: Eurostat y encuestas de opinión de la Comisión Europea.

Notas: Los datos se refieren al Euro-17. 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 57 Productividad del trabajo

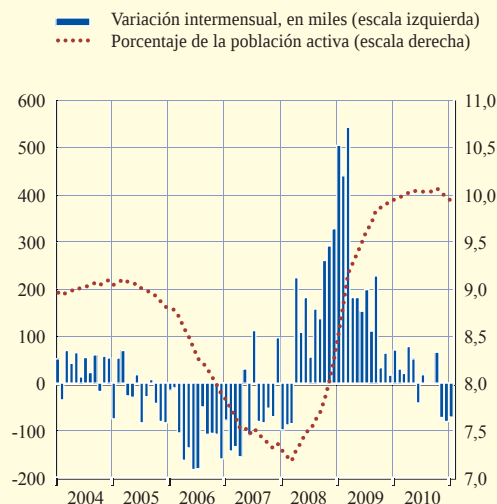
(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.
Nota: Los datos se refieren al Euro-17.

Gráfico 58 Desempleo

(datos mensuales desestacionalizados)



Fuente: Eurostat.
Nota: Los datos se refieren al Euro-17.

el crecimiento de la productividad. Efectivamente, los últimos datos disponibles para el tercer trimestre de 2010 muestran un descenso moderado del crecimiento de la productividad en términos interanuales (véase gráfico 57).

El desempleo registró un acusado incremento durante la reciente recesión y los meses siguientes, pasando del 7,2 % en marzo de 2008 al 9,9 % en noviembre de 2009 (véase gráfico 58). Desde entonces, al recuperarse la actividad, la tasa de paro ha sido bastante estable, manteniéndose en el 10 % en diciembre de 2010, antes de disminuir ligeramente hasta el 9 % en enero de 2011. En el recuadro 8 se presentan medidas de la movilidad laboral en la zona del euro.

Recuadro 8

MOVILIDAD EN EL MERCADO DE TRABAJO Y TRANSICIONES EN LA SITUACIÓN LABORAL DE LA ZONA DEL EURO

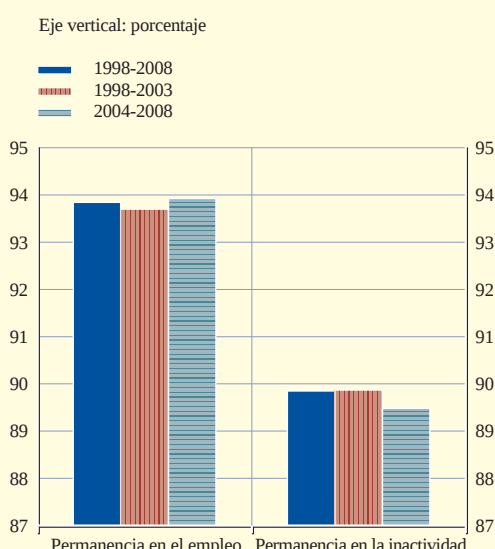
Un objetivo importante de la Estrategia Europa 2020 —cuyo propósito es lograr un crecimiento integrador y fortalecer el empleo— y de la agenda de Lisboa (2000-2010) es incrementar la flexibilidad en los mercados de trabajo, que incluye la facilidad con la que los individuos pueden pasar de la inactividad y el desempleo al empleo. Durante el período 2000-2009, se registró un aumento general de las tasas de actividad en la zona del euro próximo a los 4 puntos porcentuales, determinado fundamentalmente por la suma de aquellos individuos que se considera que están «ligados marginalmente» al mercado de trabajo, como las mujeres y los jóvenes. Al mismo tiempo, la tasa de desempleo se redujo durante la mayor parte de este período, lo que sugiere que se produjo un cierto avance positivo en el comportamiento de los mercados de trabajo de la zona del euro.

En este recuadro se presenta información sobre medidas alternativas de la «flexibilidad» laboral en los países de la zona del euro en el período comprendido entre 1998 y 2008, basada en datos microeconómicos de la encuesta de población activa de Eurostat^{1,2}. Para ilustrar la facilidad de transición entre una situación laboral de empleo, de desempleo y de inactividad, se construyen medidas de la probabilidad de pasar de una situación laboral a otra, o de permanecer en ella, durante un período de dos años, como un índice sintético de movilidad total [véase Shorrocks (1978)]³.

Los resultados indican una elevada probabilidad de mantener la misma situación laboral durante un período de dos años, con probabilidades medias de permanecer empleado e inactivo del 94 % y el 90 %, respectivamente (véase gráfico A). La probabilidad de seguir estando desempleado entre un año y el siguiente se sitúa en torno al 61 % durante el período completo de la muestra, que abarca de 1998 a 2008. Esta probabilidad disminuyó en torno a 5 puntos porcentuales entre los períodos 1998-2003 y 2004-2008, pasando del 62 % al 57 % (véase gráfico B), lo que muestra una mejora de la flexibilidad en los mercados de trabajo durante ese período. Sin embargo, la probabilidad de que un individuo siga

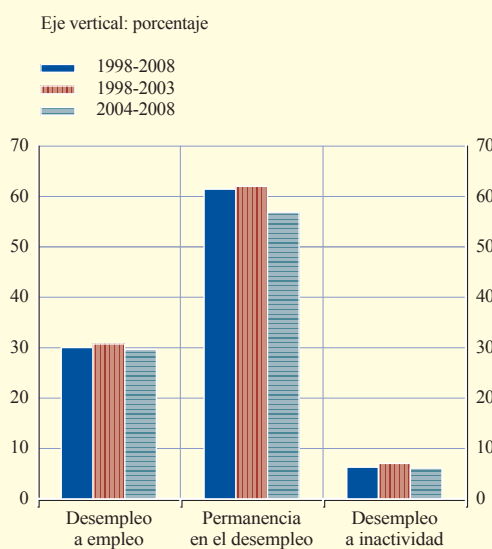
- 1 Se centra en 15 países pertenecientes a la zona del euro en 2008 para los que existe información comparable a lo largo del tiempo. Quedan excluidos Alemania, Irlanda y Malta (por falta de datos) y España y los Países Bajos (ya que, para estos países, solo se dispone de las encuestas más recientes).
- 2 La situación laboral de los individuos se basa en una valoración subjetiva de los encuestados a las preguntas sobre su situación laboral actual y pasada.
- 3 El índice de Shorrocks es una medida sintética de la movilidad laboral, que recoge la probabilidad de pasar de una a otra de las tres situaciones laborales que existen (empleo, desempleo e inactividad) entre el período anterior y el actual. Los límites del índice se sitúan entre cero y uno, donde el valor cero supone la probabilidad cero de dejar cualquiera de las situaciones laborales (es decir, la no movilidad) y el valor uno implica la total movilidad. Para más detalles, véase A. F. Shorrocks, «The measurement of mobility», *Econometrica*, vol. 46, 1978, pp. 1013-1024.

Gráfico A Probabilidad de permanecer en el empleo y en la inactividad durante un período de dos años



Fuentes: Datos microeconómicos de la encuesta de población activa y cálculos del BCE.
Nota: Quedan excluidos del gráfico Alemania, Irlanda, España, Malta y los Países Bajos. Las observaciones son medias ponderadas según el porcentaje de población activa de cada país en relación con el agregado de la zona del euro.

Gráfico B Probabilidad de pasar del desempleo a otra situación laboral durante un período de dos años



Fuentes: Datos microeconómicos de la encuesta de población activa y cálculos del BCE.
Nota: Quedan excluidos del gráfico Alemania, Irlanda, España, Malta y los Países Bajos. Las observaciones son medias ponderadas según el porcentaje de población activa de cada país en relación con el agregado de la zona del euro. Francia queda excluida de las barras que muestran el paso del desempleo a la inactividad.

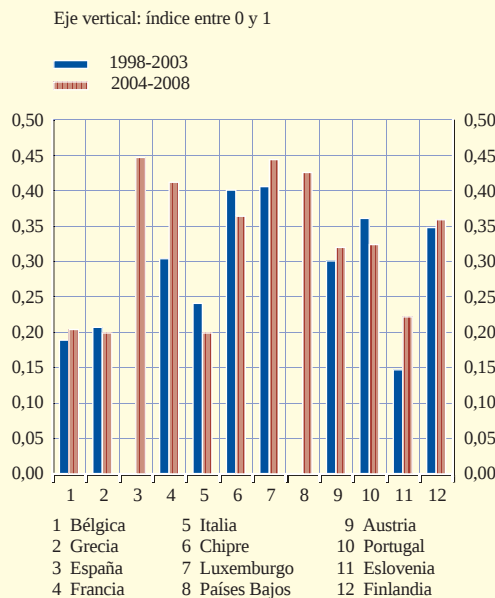
desempleado durante un período de dos años es todavía especialmente elevada, si se compara con la probabilidad de pasar del desempleo al empleo o a la inactividad (20 veces más alta). Este hecho sugiere que el número de personas desempleadas es elevado en relación con el número de individuos que pasan a estar parados cada año, con el resultado de que, en promedio, los europeos tienden a estar desempleados durante un tiempo relativamente prolongado⁴.

A pesar del descenso de la probabilidad de permanecer desempleado durante un período de dos años, otras transiciones entre situaciones laborales se han mantenido prácticamente constantes en el último decenio. Por ejemplo, la transición de desempleo a empleo se mantuvo en el 30%, mientras que el paso de desempleo a inactividad siguió situándose en torno al 6% (véase gráfico B). Si se consideran en conjunto, estos resultados sugieren que los países de la zona del euro tienen que desplegar mayores esfuerzos en lo que se refiere a las reformas del mercado de trabajo; por ejemplo, mediante reformas que faciliten la transición del desempleo al trabajo y de la inactividad al empleo, así como que reduzcan los flujos de salida del mercado de trabajo.

4 Por comparación, la probabilidad de que una persona ocupada mantenga su empleo el año siguiente es solo cerca del triple que la de un parado y 13 veces la de una persona inactiva.

Gráfico C Índice de movilidad laboral a lo largo del tiempo

(1998-2003, en comparación con 2004-2008)

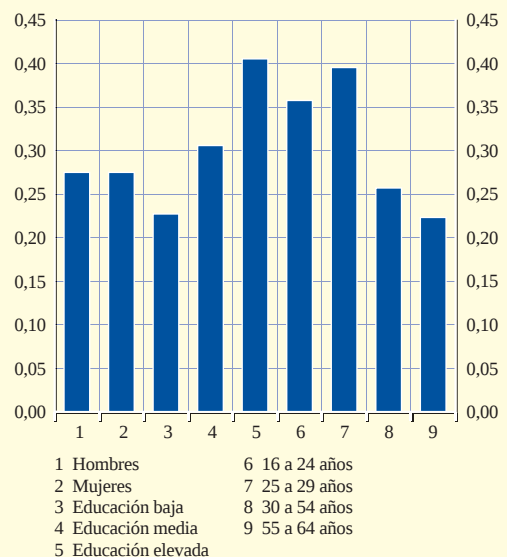


Fuentes: Datos microeconómicos de la encuesta de población activa y cálculos del BCE.

Nota: Medidas basadas en el índice de movilidad de Shorrocks (véase nota a pie de página n.º 3).

Gráfico D Índice de movilidad laboral, por grupos de población

(media 1998-2008)



Fuentes: Datos microeconómicos de la encuesta de población activa y cálculos del BCE.

Nota: Medidas basadas en el índice de movilidad de Shorrocks (a excepción de Alemania, Irlanda, España, Malta y los Países Bajos), definido en la nota a pie de página n.º 3. Los resultados son medias ponderadas de los resultados de los países. Las observaciones se ponderan según la proporción de cada subcategoría en los países respectivos (es decir, hombres, mujeres, con educación elevada, etc.) en el conjunto de la zona del euro.

El grado de movilidad laboral, según el índice de Shorrocks (una medida sintética de la movilidad, definido en la nota a pie de página n.º 3), varía de un país a otro de la zona del euro y entre grupos de trabajadores, lo que indica que se ha producido un aumento de la «flexibilidad» laboral en los últimos diez años en algunos países. Los mercados de trabajo en España, Francia, Luxemburgo y los Países Bajos parecen ser, en general, más flexibles, y muestran índices de movilidad el doble de elevados que los de Bélgica, Grecia, Italia y Eslovenia (véase gráfico C). Además, el gráfico D muestra que, en media del período, la movilidad laboral es particularmente elevada para las personas con edades comprendidas entre 25 y 29 años y con un alto nivel educativo⁵.

Los países con movilidad elevada son también los que tienen un porcentaje mayor de contratos temporales y de trabajo a tiempo parcial, y una legislación de protección del empleo menos estricta. Si bien no existe una correspondencia clara entre tasa de paro y movilidad, no hay países con escasa movilidad y tasas de desempleo reducidas, lo que sugiere que un cierto grado de movilidad constituye una condición necesaria —pero insuficiente— para un bajo nivel de desempleo.

En resumen, los resultados de este análisis sugieren que el aumento observado en la movilidad entre las distintas situaciones laborales hace esperar, en igualdad de condiciones: i) una mejora de la eficiencia de emparejamiento entre cualificaciones profesionales y vacantes de empleo, al acelerar el ritmo al que los trabajadores encuentran nuevos empleos; ii) siguiendo el mismo razonamiento, una reducción del coste que supone para los Gobiernos el desempleo de larga duración, y iii) un incremento de la participación en el mercado de trabajo, que contribuye al producto potencial de la zona del euro en el largo plazo. Aunque la persistencia del desempleo ha disminuido, sigue siendo elevada, poniendo de manifiesto la necesidad de que se acometan reformas en los mercados de trabajo de la zona del euro encaminadas a incrementar su flexibilidad.

5 Además, si se desagrega este resultado por subperíodos (esta desagregación no se presenta aquí), se observa que, en general, la movilidad de las mujeres ha aumentado, lo que explica por qué, en la media de un período completo, no hay diferencias significativas por género en el índice de movilidad.

4.3 PERSPECTIVAS DE LA ACTIVIDAD ECONÓMICA

De cara al futuro, los últimos datos económicos y la información procedente de las encuestas siguen confirmando el positivo dinamismo subyacente de la actividad económica de la zona del euro. La actual recuperación en curso a escala mundial debería continuar sosteniendo las exportaciones de la zona del euro. La demanda interna del sector privado debería contribuir cada vez más al crecimiento, sustentada en una orientación muy acomodaticia de la política monetaria y en las medidas adoptadas para mejorar el funcionamiento del sistema financiero. No obstante, se prevé que el proceso de ajuste de los balances que se está llevando a cabo en varios sectores modere, en cierta medida, la recuperación de la actividad.

Esta valoración se ve reflejada, asimismo, en las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro de marzo de 2011, según las cuales el crecimiento anual del PIB real se situará en un intervalo comprendido entre el 1,3 % y el 2,1 % en 2011, y entre el 0,8 % y el 2,8 % en 2012. Si se comparan con las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Euro-sistema de diciembre de 2010, los valores más bajos de estos intervalos se han desplazado al alza como consecuencia de las mejores perspectivas de la economía mundial, así como de la demanda interna (véase también el recuadro 9). En un contexto de incertidumbre elevada, los riesgos para las perspectivas económicas están prácticamente equilibrados. Por una parte, el comercio mundial podría seguir comportándose mucho mejor de lo previsto, respaldando con ella las exportaciones de la zona del euro.

Además, la fortaleza de la confianza empresarial podría apoyar en mayor medida de lo previsto a la actividad económica interna. Por otra parte, los riesgos a la baja están relacionados con las tensiones existentes actualmente en algunos segmentos de los mercados financieros y con su posible contagio a la economía real de la zona del euro. Los nuevos riesgos a la baja están relacionados con incrementos adicionales de los precios de las materias primas, en especial a causa del recrudecimiento de las tensiones geopolíticas, y con las presiones proteccionistas y la posibilidad de que se produzca una corrección desordenada de los desequilibrios mundiales.

Recuadro 9

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

A partir de los datos disponibles hasta el 18 de febrero de 2011, los expertos del BCE han elaborado una serie de proyecciones sobre la evolución macroeconómica de la zona del euro¹. De acuerdo con estas proyecciones, el crecimiento medio anual del PIB real se situará en un intervalo comprendido entre el 1,3 % y el 2,1 % en 2011, y entre el 0,8 % y el 2,8 % en 2012. La inflación se situará entre el 2,0 % y el 2,6 % en 2011, y entre el 1,0 % y el 2,4 % en 2012.

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 10 de febrero de 2011². 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. Según esta metodología, el nivel general medio de los tipos de interés a corto plazo será del 1,5 % en 2011 y del 2,4 % en 2012. Los supuestos técnicos relativos al rendimiento nominal de la deuda pública a diez años en la zona del euro también se derivan de las expectativas de los mercados e implican un nivel medio del 4,5 % en 2011 y del 4,9 % en 2012³. En cuanto a las condiciones de financiación, el escenario de referencia de las proyecciones incluye el supuesto de que, durante el horizonte considerado, los diferenciales de los préstamos bancarios respecto de los tipos de interés a corto plazo disminuirán ligeramente. Se estima que los diferenciales frente a los tipos de interés a largo plazo aumentarán gradualmente, tras la notable reducción registrada en el

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

2 Los supuestos relativos a los precios del petróleo y de los alimentos se basan en los precios de los futuros hasta el final del período considerado en las proyecciones. Los supuestos referidos a otras materias primas reflejan los precios de los futuros hasta el primer trimestre de 2012 y, a partir de entonces, una evolución acorde con la actividad económica mundial.

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

último trimestre de 2010, y volverán a situarse en su media histórica al final del horizonte de las proyecciones. Las condiciones crediticias seguirán normalizándose, aunque continuarán afectado en alguna medida a la actividad en el horizonte considerado. En cuanto a los precios de 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 barril de Brent se situarán, en promedio, en 101,3 dólares estadounidenses en 2011 y en 102,4 en 2012. Los precios de las materias primas no energéticas en dólares estadounidenses aumentarán con fuerza en un 27,5 % en 2011 y en un 1,0 % en 2012.

Se parte del supuesto de que, durante el horizonte abarcado por las proyecciones, los tipos de cambio bilaterales permanecerán estables en los niveles medios registrados en las dos semanas previas a la fecha de cierre de los datos, lo que implica que el tipo de cambio entre el dólar estadounidense y el euro será de 1,37 durante todo el período y que el tipo de cambio efectivo del euro, en promedio, se depreciará un 1,1 % en 2011 y se apreciará un 0,1 % en 2012.

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 11 de febrero de 2011 e incluyen todas las medidas que ya han sido aprobadas por los parlamentos nacionales o que han sido concretadas con suficiente detalle por los Gobiernos y que probablemente se aprueben tras su tramitación legislativa.

Supuestos relativos al entorno internacional

El crecimiento de la economía mundial mostró cierto impulso renovado a finales del año pasado y principios de este, apoyado por la mejora general de las condiciones financieras a escala mundial. Las perspectivas a corto plazo para la actividad económica también están respaldadas por las nuevas medidas de estímulo fiscal de los Estados Unidos. No obstante, la situación cíclica sigue siendo desigual en los distintos países. En las principales economías industrializadas, las perspectivas de crecimiento a medio plazo se mantienen bastante moderadas, particularmente en aquellas en las que es necesario que prosigan los ajustes en los balances. Asimismo, se espera que la debilidad generalizada de los mercados de la vivienda y las tasas de desempleo persistentemente elevadas ensombrezcan las perspectivas de consumo privado de esas economías a medio plazo. En contraste, el crecimiento vigoroso y las presiones inflacionistas cada vez mayores serán predominantes en algunas economías emergentes. Se estima que el PIB real mundial fuera de la zona del euro aumentará, en promedio, en un 4,7 % en 2011 y un 4,6 % en 2012. Como reflejo de la notable recuperación del comercio mundial, el crecimiento de la demanda externa en la zona del euro se situará previsiblemente en el 7,9 % en 2011 y en el 7,6 % en 2012. Estas tasas de crecimiento son algo superiores a las tasas medias registradas en los diez años anteriores a la crisis financiera.

Proyecciones relativas al crecimiento del PIB real

El PIB real de la zona del euro aumentó en un 0,3 % en el último trimestre de 2010, la misma tasa que en el trimestre anterior. De cara al futuro, proseguirá la recuperación económica y la demanda interna sustituirá progresivamente a las exportaciones como motor principal. Este reequilibrio refleja los efectos de anteriores medidas de política monetaria y los importantes esfuerzos realizados para restablecer el funcionamiento del sistema financiero. Sin embargo, la necesidad de ajustes en los balances en varios sectores, así como los procesos de ajuste presupuestario para restablecer la confianza en la sostenibilidad a medio plazo considerados en las proyecciones, afectará previsiblemente a las perspectivas de crecimiento de la zona del euro. En términos anuales, tras una tasa de

Cuadro A Proyecciones macroeconómicas para la zona del euro

(tasas medias de variación anuales) ^{1), 2)}

	2010	2011	2012
IAPC	1,6	2,0 - 2,6	1,0 - 2,4
PIB real	1,7	1,3 - 2,1	0,8 - 2,8
Consumo privado	0,7	0,6 - 1,4	0,4 - 2,2
Consumo público	0,8	-0,3 - 0,5	-0,5 - 0,9
Formación bruta de capital fijo	-0,8	0,4 - 3,4	0,7 - 5,5
Exportaciones (bienes y servicios)	10,9	4,9 - 9,5	3,0 - 9,2
Importaciones (bienes y servicios)	9,0	3,5 - 7,7	2,8 - 8,4

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

2) Datos relativos a la zona del euro incluida Estonia, excepto el dato del IAPC en 2010. La tasa media de variación anual para el IAPC en 2011 se basa en una composición de la zona del euro en 2010 que ya incluye a Estonia.

crecimiento del 1,7% en 2010, el PIB real aumentará entre el 1,3% y el 2,1% en 2011, y entre el 0,8% y el 2,8% en 2012. Puesto que el crecimiento potencial anual proyectado será considerablemente inferior a las tasas anteriores a la crisis, la brecha de producción se reducirá durante el horizonte que abarcan las proyecciones.

Proyecciones sobre precios y costes

De acuerdo con la estimación preliminar de Eurostat, la tasa de inflación interanual medida por el IAPC en la zona del euro fue del 2,4% en febrero de 2011. Según las proyecciones, la inflación general medida por el IAPC se mantendrá en niveles superiores al 2% hasta el final de 2011, debido en gran medida a los fuertes aumentos recientes de los precios de la energía y de los alimentos. Posteriormente, tomando como base los actuales precios de los futuros sobre las materias primas, los incrementos de los precios de las importaciones se moderarán. En contraste, las presiones internas sobre los precios se intensificarán ligeramente, como reflejo de la mejora gradual de la actividad y el mayor crecimiento de los salarios, lo que se traducirá en un aumento gradual de la tasa de inflación medida por el IAPC, excluidos los alimentos y la energía, en el horizonte de las proyecciones. En general, se proyecta que la inflación anual media se situará entre el 2,0% y el 2,6% en 2011, y entre el 1,0% y el 2,4% en 2012. El crecimiento de la remuneración por asalariado en la zona del euro se recuperará durante los dos próximos años, en consonancia con la mejora gradual de las condiciones de los mercados de trabajo. Sin embargo, la remuneración por asalariado en términos reales se reducirá algo en 2011, debido al aumento de la inflación, y se tornará ligeramente positiva en 2012. Dada la proyectada moderación del crecimiento de la productividad en los próximos dos años, se espera que los costes laborales unitarios, que mostraron un descenso cíclico en 2010, repunten en 2011 y crezcan a un ritmo más rápido en 2012. Esto, a su vez, restringirá los aumentos de los márgenes de beneficios, que en 2010 experimentaron una recuperación considerable.

Comparación con las proyecciones de diciembre de 2010

En comparación con las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema publicadas en el Boletín Mensual de diciembre de 2010, los límites inferiores de los intervalos de crecimiento del PIB real para 2011 y 2012 se han revisado ligeramente al alza, como reflejo del mayor dinamismo del crecimiento económico mundial y el proyectado aumento de las exportaciones de la zona del euro, así como de las perspectivas más favorables para la demanda interna, como indica la mejora de la confianza. Los intervalos relativos a la inflación medida por el IAPC para 2011 y 2012

Cuadro B Comparación con las proyecciones de diciembre de 2010

(tasas medias de variación anuales)

	2010	2011	2012
PIB real – diciembre 2010	1,6 - 1,8	0,7 - 2,1	0,6 - 2,8
PIB real – marzo 2011	1,7	1,3 - 2,1	0,8 - 2,8
IAPC – diciembre 2010	1,5 - 1,7	1,3 - 2,3	0,7 - 2,3
IAPC – marzo 2011	1,6	2,0 - 2,6	1,0 - 2,4

se han ajustado al alza en comparación con las proyecciones de diciembre de 2010, fundamentalmente debido a los aumentos más intensos de lo esperado de los precios de la energía y de los alimentos.

Comparación con las previsiones de otras instituciones

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

Según las previsiones actualmente disponibles elaboradas por otras organizaciones y organismos, el crecimiento del PIB real de la zona del euro se situará en intervalos comprendidos entre el 1,5 % y el 1,7 % en 2011, y entre el 1,7 % y el 2,0 % en 2012, que se encuadran holgadamente dentro de los intervalos proyectados por los expertos del BCE. Por lo que se refiere a la inflación, las previsiones disponibles estiman que la inflación anual media medida por el IAPC se situará entre el 1,3 % y el 2,2 % en 2011. La mayoría de estas previsiones de inflación se sitúa por debajo del intervalo proyectado por los expertos del BCE, ya que este probablemente aún no tenga en cuenta los recientes incrementos en los precios de las materias primas. Las previsiones de inflación medida por el IAPC para 2012 se sitúan en un intervalo comprendido entre el 1,2 % y el 1,8 %, que se encuadra dentro del proyectado por los expertos del BCE.

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

(tasas medias de variación anuales)

	Fecha de publicación	Crecimiento del PIB		Inflación medida por el IAPC	
		2011	2012	2011	2012
OCDE	Noviembre 2010	1,7	2,0	1,3	1,2
Comisión Europea	Febrero 2011	1,5	1,8	2,2	1,7
FMI	Enero 2011	1,5	1,7	1,5	1,5
Encuesta a expertos en previsión económica	Febrero 2011	1,6	1,7	1,9	1,8
Consensus Economics Forecasts	Febrero 2011	1,6	1,7	2,0	1,8
Proyecciones elaboradas por los expertos del BCE	Marzo 2011	1,3-2,1	0,8-2,8	2,0-2,6	1,0-2,4

Fuentes: Previsiones intermedias de la Comisión Europea de febrero de 2011 para los datos relativos a 2011, y Previsiones económicas de otoño de 2010 de la Comisión Europea para los datos relativos a 2012; Perspectivas de la Economía Mundial del FMI, octubre de 2010, para la inflación, y actualización de las Perspectivas de la Economía Mundial, enero de 2011, para el crecimiento del PIB; Economic Outlook de la OCDE, noviembre de 2010; Consensus Economics Forecasts; y encuesta del BCE a expertos en previsión económica.

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

5 EVOLUCIÓN DE LAS FINANZAS PÚBLICAS

Transcurrido un año desde el comienzo de la crisis de la deuda soberana en Grecia, que posteriormente se propagó a algunos países, la situación de las finanzas públicas en la zona del euro en su conjunto se ha estabilizado en líneas generales, aunque —al igual que en otras regiones del mundo— sigue siendo precaria. En estos momentos es fundamental que los Gobiernos mantengan su compromiso de saneamiento presupuestario, ya que todavía persisten las tensiones en los mercados de deuda pública. Por tanto, es esencial que todos los países de la zona del euro apliquen íntegramente sus planes de consolidación fiscal en 2011. En los casos en los que los planes actuales sean inadecuados, deben detallarse e implementarse con rapidez medidas correctivas adicionales. Los países deben especificar medidas concretas de política fiscal para los años posteriores a 2011 en sus programas de estabilidad, que preferentemente deben basarse en la contención del gasto estructural, así como en la reforma de las pensiones y de la sanidad. Esto debería respaldar la credibilidad de sus objetivos de consolidación fiscal, para lograr una corrección rápida de los déficits excesivos, el retorno a una posición próxima al equilibrio o de superávit a medio plazo y una ratio de deuda que disminuya suficientemente.

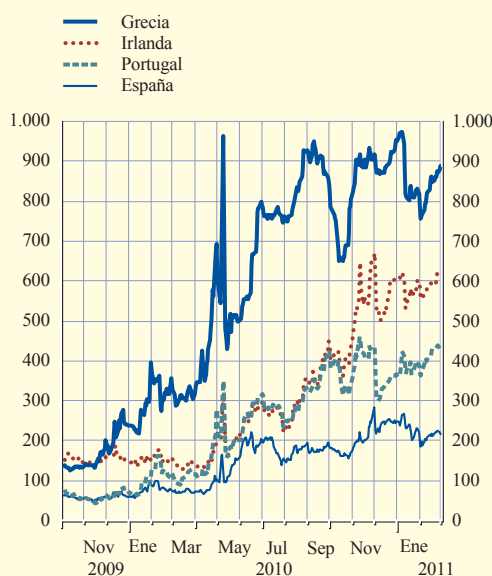
LA SITUACIÓN PRESUPUESTARIA SIGUE SIENDO PRECARIA

Transcurrido un año desde que las tensiones comenzaran a aumentar en los mercados de deuda soberana, la situación presupuestaria de la zona del euro sigue siendo precaria. Después de experimentar un acusado aumento en 2008 y 2009, en 2010 el déficit público de la zona no se modificó y se situó en el 6,3% del PIB. Al mismo tiempo, la ratio de deuda pública de la zona se mantiene en una tendencia al alza y se prevé que siga aumentando, desde el 84,1% del PIB en 2010 hasta el 86,5% en 2011 y el 87,8% en 2012 (según las previsiones económicas de la Comisión Europea de otoño de 2010)¹.

La sostenibilidad de las finanzas públicas en algunos países está siendo cuestionada, en particular por los participantes en los mercados financieros. Esto refleja importantes desequilibrios presupuestarios, pero también las implicaciones fiscales de los riesgos existentes en otras áreas, principalmente en el ámbito de la estabilidad del sector financiero. Los desequilibrios macroeconómicos acumulados y la incertidumbre imperante en torno a las perspectivas de crecimiento del PIB plantean riesgos adicionales para la solidez de las finanzas públicas. En vista de esta situación, los participantes en el mercado continúan exigiendo elevadas primas por riesgo de tipo de interés de los países que se perciben como especialmente vulnerables (véase gráfico 59). Tras registrar un acusado incremento, hasta alcanzar un máximo y un descenso a partir del 9 de mayo de 2010, los diferenciales de la deuda soberana de los países vulnerables volvieron a aumentar gradualmente, y, aunque han mostrado cierta volatilidad, se han mantenido en niveles muy altos, como se observa en el gráfico 59.

Gráfico 59 Diferencial respecto al rendimiento de la deuda pública alemana a diez años

(datos diarios; puntos básicos; 1 octubre 2009-2 marzo 2011)



Fuentes: Bloomberg, Thomson Reuters y cálculos del BCE. Datos: Diferenciales de rendimiento frente a la deuda pública alemana a diez años, datos al cierre de las operaciones [última observación, a las 17 horas (hora central europea) del 2 de marzo de 2011].

1 Para una presentación detallada, véase el Boletín Mensual de diciembre de 2010.

EL SANEAMIENTO PRESUPUESTARIO HA COMENZADO

En este entorno de incertidumbre, los países están aplicando planes de saneamiento presupuestario más o menos ambiciosos. A continuación se presentan la evolución más reciente y los planes presupuestarios en los países más importantes de la zona del euro, así como en los más vulnerables.

En Alemania, según las estimaciones oficiales más recientes, el Gobierno espera que el déficit de las Administraciones Públicas se reduzca desde el 3,3% del PIB en 2010 hasta aproximadamente el 2,5% en 2011. Por consiguiente, la situación de déficit excesivo debería corregirse este año, es decir, dos años antes de 2013, plazo límite fijado en las recomendaciones formuladas en el marco del procedimiento de déficit excesivo. A partir de 2011, la introducción de una nueva norma constitucional sobre la deuda impone la necesidad de reducir progresivamente el déficit estructural hasta el umbral del 0,35% del PIB para 2016. Los Gobiernos de los estados federales alemanes necesitarán contar con unos presupuestos estructuralmente equilibrados a partir de 2020. Con el fin de lograr el ajuste estructural necesario a escala federal, en septiembre de 2010 el Gobierno aprobó un programa de consolidación hasta 2014, centrado en recortes de los gastos corrientes. Por el lado de los ingresos, el paquete incluye nuevos impuestos a los billetes de avión y al combustible para aviones, que se han introducido en 2011.

En Francia, se estima que el déficit público alcanzó el 7,7% del PIB en 2010, según los últimos datos oficiales sobre ejecución de los presupuestos presentados por el Ministerio de Hacienda. Esta cifra es mejor que la esperada en la actualización del programa de estabilidad de 2010, que preveía un nuevo aumento de la ratio de déficit, desde el 7,9% del PIB en 2009 hasta el 8,2% en 2010. Según el programa, la ratio de déficit disminuirá cada año, lo que hará que el déficit excesivo de este país se corrija en 2013, en consonancia con la recomendación formulada por el Consejo ECOFIN en 2009, en el marco del procedimiento de déficit excesivo. Esta senda fiscal quedó confirmada en el plan presupuestario plurianual presentado con la propuesta de presupuestos para 2011 en otoño del año pasado. Se prevé que la ratio de deuda pública en relación con el PIB continúe aumentando hasta 2012, antes de disminuir ligeramente hasta situarse en el 86,8% en 2013. Según los planes del Gobierno, está previsto que el proceso de consolidación estructural comience en 2011 y que se base fundamentalmente en la contención del gasto. Estas mejoras presupuestarias previstas se complementan con una reforma integral de las pensiones, fundamentalmente el aumento de la edad mínima de jubilación de 60 a 62 años y la edad legal para percibir una pensión completa a 67 años. Para respaldar estos planes de consolidación, el Gobierno francés ha propuesto introducir una norma de saldo presupuestario.

En Italia, según estimaciones recientes del instituto nacional de estadística, en 2010 el déficit público ascendió al 4,6% del PIB, por debajo del objetivo del 5% del PIB fijado en la actualización del programa de estabilidad de 2010 y acordado en el marco de las exigencias del procedimiento de déficit excesivo. En vista de la necesidad de reducir la ratio de déficit por debajo del 3% del PIB para 2012, en agosto de 2010 el Parlamento aprobó un paquete de medidas de consolidación para el período 2011-2012. Las medidas fiscales asociadas afectan principalmente a los gastos corrientes y, según el Gobierno, mejorarían la situación presupuestaria en torno a un 1,6% del PIB, en cifras acumuladas, durante el período 2011-2012, lo que se traduciría en una reducción del déficit, hasta situarlo en el 3,9% del PIB en 2011 y en el 2,7% en 2012.

En cuanto a España, las estimaciones preliminares indican que el déficit de las Administraciones Públicas se situó en el 9,2% del PIB en 2010, ligeramente por debajo del objetivo del 9,3% del PIB (según los nuevos objetivos del Gobierno fijados en mayo de 2010). El hecho de que el déficit de la Administración Central fuera mucho más reducido que el presupuestado quedó contrarrestado, en gran parte, por unos déficits presupuestarios superiores a lo previsto en el sistema de seguridad social y en las Comu-

nidades Autónomas. El Gobierno se ha fijado como objetivo que el déficit de las Administraciones Públicas sea del 6 % del PIB en 2011. Este objetivo incluye el impacto restante del incremento del tipo principal del IVA, del 16 % al 18 %, así como la reducción del 5 % de los salarios públicos, medidas que entraron en vigor a mediados de 2010. Además de estas medidas, la disminución del déficit debe conseguirse mediante congelaciones de las pensiones y de los salarios, recortes en el empleo público y reducciones generalizadas del gasto administrado. Está previsto seguir reduciendo la ratio de déficit hasta situarla en el 4,4 % del PIB en 2012 y en el 3 % en 2013.

En Portugal, según las últimas proyecciones del Gobierno, se espera que el déficit público disminuya gradualmente, desde el 7,3 % del PIB en 2010 hasta el 2 % en 2013, y que la deuda pública aumente desde el 82,1 % del PIB en 2010 hasta el 86,6 % en 2011. La información más reciente disponible indica que es probable que este país, al menos, haya cumplido el objetivo de déficit de las Administraciones Públicas del 7,3 % para 2010, fijado en mayo de 2010. En cuanto a las actuaciones en el ámbito presupuestario, el Parlamento aprobó un paquete plurianual de medidas de consolidación fiscal en noviembre de 2010, que incluye medidas correctivas que afectan tanto a los ingresos como al gasto. Según el Gobierno, el paquete debería permitir que se cumpla el objetivo de déficit fijado para 2011 (el 4,6 % del PIB) y que en 2012 el déficit se sitúe por debajo del 3 % del PIB.

En Grecia se logró una reducción considerable del déficit público, en torno al 6 % del PIB en 2010. No obstante, según las estimaciones, el objetivo inicial de déficit, fijado en el 8 % del PIB en el programa conjunto de la UE y el FMI, no se alcanzó por 1,5 puntos porcentuales. Ello es resultado, fundamentalmente, de la revisión al alza de las estadísticas relativas al déficit de 2009, que también ha afectado a las cifras de 2010, pero también se debe a la pronunciada caída de los ingresos y a los malos resultados fiscales de las Administraciones Locales y de las administraciones de Seguridad Social. Para 2011, el Gobierno griego confirmó su compromiso de recuperar todo el terreno perdido el año anterior y cumplir el objetivo inicial de déficit del 7,5 % del PIB. De cara al futuro, es necesario aplicar medidas fiscales adicionales de carácter permanente, equivalentes al 8 % del PIB, de las que todavía hay que identificar el 6 %, para reducir el déficit público hasta situarlo por debajo del 3 % para 2014. Dado que las subidas de impuestos y los recortes generalizados del gasto fueron ampliamente utilizados en la fase inicial del programa, las medidas restantes tendrán que abordar problemas estructurales profundamente arraigados. Entre ellos se incluyen las áreas de la política y la administración tributarias, la gestión financiera del sector público, las empresas públicas que generan pérdidas, la estructura y el tamaño del empleo público, el sistema de remuneración de los empleados públicos, los sistemas de seguridad social y de atención sanitaria, y el presupuesto para inversiones públicas. El Gobierno presentará su estrategia presupuestaria a medio plazo antes del final de marzo.

En Irlanda es probable que los resultados presupuestarios de 2010 hayan sido mejores que el déficit del 32,3 % del PIB esperado en las previsiones económicas de la Comisión Europea de otoño de 2010 (que se habían visto afectadas al alza por las transferencias de capital al sector bancario por un importe equivalente a aproximadamente el 20 % del PIB). En noviembre de 2010, la UE y el FMI acordaron conceder asistencia financiera conjunta a este país, sujeta a estrictas medidas de consolidación fiscal, a reformas del sector financiero y a reformas estructurales. Según la Decisión del Consejo de 7 de diciembre de 2010, sobre la concesión por la Unión de ayuda financiera a Irlanda (2011/77/UE), el déficit de las Administraciones Públicas no deberá exceder del 10,6 % del PIB previsto en 2011, del 8,6 % del PIB en 2012 y del 7,5 % del PIB en 2013, a fin de encauzar a Irlanda hacia la reducción del déficit por debajo del 3 % del PIB en 2015, una ampliación del plazo límite anterior, fijado para 2014. Las políticas que se apliquen tendrán que seguir centrándose firmemente en la puesta en práctica del programa conjunto acordado entre la UE y el FMI.

APLICACIÓN INDULGENTE DEL PACTO DE ESTABILIDAD Y CRECIMIENTO

Por lo que respecta a la aplicación del Pacto de Estabilidad y Crecimiento, existe el riesgo de que los compromisos adquiridos por los países de cumplir íntegramente la letra y el espíritu de las disposiciones, como declararon en mayo de 2010 ante las fuertes presiones que se estaban registrando en los mercados financieros, puedan estar debilitándose². Todos los países de la zona del euro excepto Estonia y Luxemburgo, están sujetos actualmente a procedimientos de déficit excesivo (como se resume en el cuadro 10), y se ha constatado que han adoptado medidas efectivas en un plazo de seis meses desde que el Consejo ECOFIN formulara sus recomendaciones. No obstante, esta valoración se realizó considerando orientaciones de política para la adopción de medidas efectivas bastante imprecisas, especialmente porque, en la mayoría de los casos, el ajuste estructural necesario se había formulado en términos de una media anual para todo el período de ajuste, en lugar de una para cada año. Esto proporcionó a los países margen para aplazar sus medidas de ajuste.

Incluso con arreglo a estas exigencias relativamente laxas, la conclusión de que se han adoptado medidas efectivas se basa en una interpretación generosa de la evolución estructural en 2010 y 2011. Se consideró que se habían adoptado medidas efectivas en algunos de los países en los que el proceso de ajuste fiscal debía comenzar en 2010, aunque el saneamiento presupuestario había sido escaso o nulo en comparación con el esfuerzo de saneamiento medio anual requerido. En concreto, el déficit estructural de Francia aumentó ligeramente en 2010, pese a un llamamiento explícito a no permitir que siguiera deteriorándose. Por otra parte, en varios países el ajuste estructural fue mínimo, aunque el entorno macroeconómico fue más favorable de lo esperado cuando el Consejo formuló sus recomendaciones. En cuanto a los planes de consolidación fiscal para 2011, el endurecimiento de la orientación fiscal previsto a escala de la zona del euro —siendo probable que la ratio media de déficit de la zona en su conjunto

- 2 Los países de la zona del euro adquirieron un firme compromiso de consolidación fiscal en la Declaración de Jefes de Estado o de Gobierno de la zona del euro de 7 de mayo de 2010. Se ha de destacar que, entre otras cosas, se comprometieron a asegurar la estabilidad, la unidad y la integridad de la zona del euro y acordaron adoptar todas las medidas necesarias para cumplir sus objetivos presupuestarios en consonancia con las recomendaciones formuladas en el marco de los procedimientos de déficit excesivo. En las conclusiones del Consejo ECOFIN de 9 de mayo de 2010, los Estados miembros reafirmaron su firme compromiso de garantizar la sostenibilidad fiscal y acelerar la consolidación fiscal y las reformas estructurales, en caso necesario.

Cuadro 10 Procedimientos de déficit excesivo en los países de la zona del euro

(en porcentaje del PIB)

	Saldo presupuestario 2010	Inicio	Plazo límite	Ajuste estructural anual medio recomendado
Bélgica	-4,8	2010	2012	0,75
Alemania	-3,7	2010	2013	≥ 0,5
Estonia	-1,0	-	-	-
Irlanda	-32,3	2010	2015	2
Grecia	-9,6	2010	2014	≥10 Total 2009-2014
España	-9,3	2010	2013	> 1,5
Francia	-7,7	2010	2013	> 1
Italia	-5,0	2010	2012	≥ 0,5
Chipre	-5,9	2010	2012	1,5
Luxemburgo	-1,8	-	-	-
Malta	-4,2	2010	2011	0,75
Países Bajos	-5,8	2011	2013	0,75
Austria	-4,3	2011	2013	0,75
Portugal	-7,3	2010	2013	1,25
Eslovenia	-5,8	2010	2013	0,75
Eslovaquia	-8,2	2010	2013	1
Finlandia	-3,1	2010	2011	0,5

Fuentes: Previsiones económicas de la Comisión Europea de otoño de 2010 (columna 1) y recomendaciones del Consejo ECOFIN (columnas 2, 3 y 4).

se reduzca hasta situarse en el 4,6 % del PIB según las previsiones de la Comisión Europea de otoño de 2010— refleja principalmente las medidas adoptadas en los países más vulnerables, mientras que, en muchos otros, los planes siguen siendo imprecisos. Aunque todos los países de la zona del euro sujetos a un procedimiento de déficit excesivo deben aplicar medidas de saneamiento en 2011, solo algunos de ellos han presentado planes de consolidación suficientemente detallados hasta ahora.

En general, las políticas y los planes actuales suscitan preocupación por una serie de razones. En primer lugar, algunos países desaprovecharon la oportunidad de adelantar el saneamiento en 2010, cuando el entorno macroeconómico era más favorable de lo esperado. En segundo lugar, será necesario aumentar sustancialmente los esfuerzos de consolidación para asegurar el cumplimiento de las recomendaciones del Consejo hasta que se corrijan los déficits excesivos. En tercer lugar, en estos momentos de elevada incertidumbre, los Gobiernos todavía deben demostrar de manera convincente la seriedad de sus promesas de saneamiento, que exigen un cumplimiento estricto de los plazos y objetivos fijados en el marco de los procedimientos de déficit excesivo.

PUEDEN Y DEBEN MANTENERSE ESFUERZOS DE CONSOLIDACIÓN AMBICIOSOS

Habida cuenta de que la situación presupuestaria todavía es precaria en algunos países, el compromiso de consolidación fiscal debe mantenerse y confirmarse en las próximas actualizaciones de los programas de estabilidad. La envergadura de los retos presupuestarios actuales exige un ambicioso esfuerzo de consolidación durante varios años en la mayor parte de los países, con un énfasis especial en los recortes del gasto estructural, así como en las reformas de las pensiones y de la sanidad. Esto debería reflejarse en las actualizaciones de los programas de estabilidad que los Gobiernos deben presentar antes del final de abril³. En particular, los países deben especificar medidas concretas para respaldar la credibilidad de sus objetivos de consolidación fiscal, con el fin de lograr una corrección rápida de los déficits excesivos y el retorno a una situación próxima al equilibrio o de superávit a medio plazo. Como los países aún están lejos de cumplir sus objetivos fiscales a medio plazo, las medidas de saneamiento estructural tendrán que superar considerablemente el valor de referencia del 0,5 % del PIB anual fijado en el Pacto de Estabilidad y Crecimiento. En países con unas ratios elevadas de déficit y/o deuda públicos, el ajuste estructural anual debería alcanzar al menos el 1 % del PIB, con el fin de conseguir que la ratio de deuda disminuya suficientemente y salvaguardar la sostenibilidad presupuestaria.

Esto es especialmente necesario en vista de los fuertes desequilibrios presupuestarios actuales y de los retos futuros. Unas ratios de deuda soberana elevadas y en aumento acentúan los riesgos presupuestarios relacionados con nuevas reestructuraciones bancarias y con los costes futuros previstos del envejecimiento de la población, especialmente habida cuenta de la perspectiva de que la tasa de crecimiento potencial tendencial descienda. Una estrategia de reforma creíble y de amplio alcance también contribuye a mantener la confianza de los mercados, lo que podría ser especialmente importante en países con posiciones presupuestarias vulnerables y podría tener un efecto positivo en las condiciones de financiación a largo plazo. En particular, es necesario introducir reformas en los sistemas de pensiones y de atención sanitaria para afrontar la carga pendiente asociada al envejecimiento de la población.

Los retos fiscales futuros exigen una evolución rápida hacia superávits primarios que sean de magnitud suficiente para que la ratio de deuda disminuya suficientemente y se aproxime al valor de referencia del 60 % del PIB a un ritmo adecuado, como establece el Tratado. A este respecto, la experiencia de algunos Estados miembros de la UE demuestra que realmente es posible conseguir y mantener superávits primarios durante un período de tiempo relativamente prolongado (véase recuadro 10).

3 El calendario de presentación de las actualizaciones de los programas de estabilidad se modificó para ajustarlo al Semestre Europeo introducido en 2011.

FORTALECIMIENTO DEL MARCO INSTITUCIONAL

De forma paralela a la necesidad urgente de adoptar medidas fiscales, los debates sobre el fortalecimiento del marco de gobernanza económica de la UE que comenzaron en la primavera de 2010 se encuentran actualmente en fase legislativa. La Comisión Europea publicó propuestas legislativas a finales de septiembre de 2010, y un grupo de trabajo establecido por el Consejo Europeo y presidido por el presidente Van Rompuy formuló recomendaciones que fueron aprobadas por el Consejo Europeo en octubre de 2010. Las propuestas de la Comisión y las recomendaciones del grupo de trabajo incluyen una coordinación más amplia y profunda de las políticas económicas, la mejora de la vigilancia presupuestaria, nuevas herramientas de seguimiento de los desequilibrios presupuestarios, medidas de ejecución y exigencias más efectivas para los marcos presupuestarios nacionales. Además, se está desarrollando un marco más sólido para la gestión de crisis. Aunque los avances previstos en relación con el marco de gobernanza económica son bienvenidos, las propuestas y las recomendaciones formuladas no representan, en su redacción actual, el salto cuantitativo necesario hacia la consecución de una unión económica más profunda acorde con la unión monetaria. A este respecto, el legislador de la UE y los Estados miembros deberían aprovechar el proceso legislativo en marcha para reforzar el marco de gobernanza económica, en la medida de lo posible de conformidad con los Tratados vigentes⁴.

4 Para más detalles, véase el artículo titulado «La reforma de la gobernanza económica de la zona del euro: elementos esenciales», en este Boletín Mensual.

Recuadro 10

EVOLUCIÓN DE LA DEUDA PÚBLICA Y DEL SALDO PRESUPUESTARIO PRIMARIO EN LOS ESTADOS MIEMBROS DE LA UE

El Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea (apartado 2 del artículo 126 y Protocolo n.º 12) exige a los Estados miembros de la UE que mantengan una proporción entre la deuda pública y el producto interior bruto a precios de mercado inferior al valor de referencia del 60 %, salvo que la proporción de deuda disminuya suficientemente y se aproxime al valor de referencia a un ritmo satisfactorio. Como consecuencia de la crisis económica y financiera reciente, las ratios de deuda pública han aumentado con rapidez desde 2007 en casi todos los Estados miembros de la UE, alcanzando niveles superiores al 60 % del valor de referencia en catorce Estados miembros en 2010. Según las previsiones de la Comisión Europea¹, en trece de estos países la ratio de deuda seguirá incrementándose hasta 2012, aunque a un ritmo más lento, que refleja la recuperación y algunas medidas de consolidación fiscal previstas.

El saldo presupuestario primario, definido como el saldo presupuestario excluidos los pagos por intereses, es un factor determinante clave de la evolución de la deuda pública. Para estabilizar la ratio de deuda en relación con el PIB y, a continuación, lograr que se sitúe en una trayectoria descendente hacia el valor de referencia, es necesario que se genere un superávit primario suficientemente elevado durante un período prolongado si el diferencial entre los tipos de interés y el crecimiento es positivo, como se supone tradicionalmente². La previsión de aumento considerable del gasto público relacionado con el envejecimiento de la población en las próximas décadas hará de este objetivo un reto, aunque también una necesidad cada vez más acuciante.

1 Comisión Europea, «European Economic Forecast – Autumn 2010», *European Economy*, n.º 7, 2010.

2 Para un análisis sobre la medición de la sostenibilidad fiscal, así como una descripción del impacto de la crisis financiera sobre la sostenibilidad de las finanzas públicas de la zona del euro, véase el capítulo 5 de A. van Riet (ed.), «Euro area fiscal policies and the crisis», *Occasional Paper Series*, n.º 109, BCE, Fráncfort del Meno, 2010.

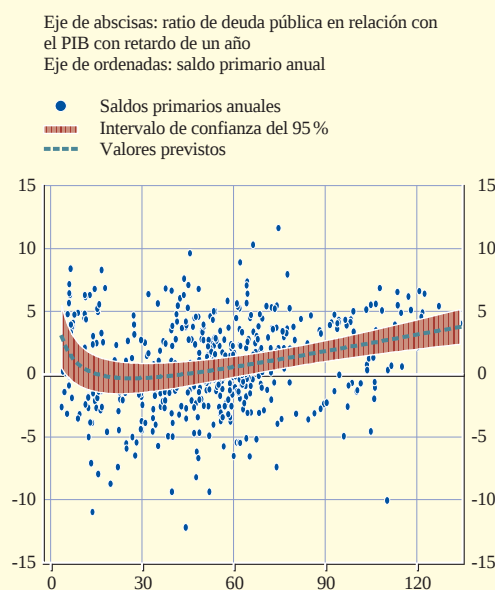
Para situar este reto en perspectiva, en este recuadro se analiza con más detalle el comportamiento histórico de los saldos primarios en los Estados miembros de la UE. Ciertamente, muchos de ellos han alcanzado superávits primarios significativos durante períodos prolongados³. Destacan varios episodios ininterrumpidos de superávits primarios anuales elevados: Finlandia mantuvo un superávit primario medio anual del 5,7 % del PIB durante once años (1998-2008); en Bélgica fue del 5,4 % del PIB durante once años (1994-2004); el superávit primario medio de Dinamarca fue del 5,3 % del PIB durante 26 años (1983-2008), y en Italia se situó en el 5,1 % del PIB durante seis años (1995-2000). En total, diez Estados miembros de la UE (Bélgica, Bulgaria, Dinamarca, Irlanda, España, Italia, Luxemburgo, Países Bajos, Finlandia y Suecia) registraron episodios ininterrumpidos de superávit primario durante diez años o más, siendo el superávit medio anual más bajo por episodio del 1,6 % del PIB. En cifras acumuladas hasta 2009, el superávit presupuestario primario se situó por encima del 50 % del PIB en siete Estados miembros de la UE (Bélgica, Bulgaria, Dinamarca, Irlanda, Luxemburgo, Países Bajos y Finlandia).

Como sucede actualmente, algunos de estos episodios de superávit primario anual se produjeron por la necesidad de reducir las elevadas cargas de la deuda del sector público después de crisis. No obstante, se ha de señalar que estos países lograron mantener abultados superávits primarios durante largos períodos. Esto indica que el firme compromiso de aplicar unas políticas fiscales prudentes,

3 A partir de series temporales coherentes entre los distintos países, según la nueva definición de la base de datos AMECO, de la Comisión Europea. La serie temporal más larga disponible corresponde a un período de 40 años, esto es, 1979-2009, en los casos de Bélgica, Reino Unido y Países Bajos.

Gráfico A Saldos primarios y deuda pública en los Estados miembros de la UE

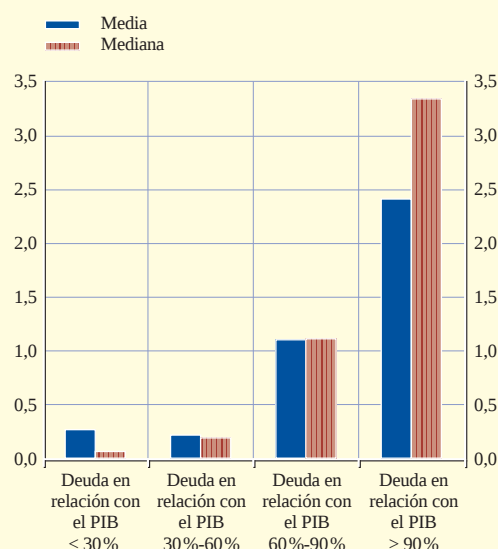
(en porcentaje del PIB)



Fuente: Cálculos del BCE basados en la base de datos AMECO, de la Comisión Europea.

Gráfico B Saldos primarios anuales por rangos de deuda retrasada en los Estados miembros de la UE

(en porcentaje del PIB)



Fuente: Cálculos del BCE basados en la base de datos AMECO, de la Comisión Europea.

necesarias para realizar tales ajustes, contó con un amplio apoyo político. Además, la larga duración de estos episodios de superávit primario apunta a que no fueron resultado de unas tasas de crecimiento del PIB insosteniblemente elevadas. De hecho, en términos ajustados de ciclo, estos episodios fueron incluso más prolongados, y los esfuerzos realizados para lograr estos superávits fueron algo más intensos (el superávit medio anual más bajo en cada episodio se situó en el 2,1 % del PIB).

En el entorno actual, el punto hasta el que unas ratios de deuda elevadas inducen a los Gobiernos a ajustar los saldos primarios es una cuestión importante. Los estudios empíricos sobre este tema⁴ sugieren que los Gobiernos de economías avanzadas sí tienen en cuenta la presión asociada a la solvencia de la deuda, aunque en distinta medida. Manteniéndose constantes otros factores relevantes, los Gobiernos tienden a incrementar los saldos primarios en respuesta a aumentos de las ratios de deuda en relación con el PIB.

En el caso de la UE 27, los datos históricos sobre las Administraciones Públicas hasta 2009 ponen de manifiesto que, por encima de un umbral bajo de deuda en relación con el PIB, las mayores ratios de deuda se asocian a mayores superávits primarios (o a menores déficits primarios). En el gráfico A se muestran los importes observados de los saldos primarios de los Estados miembros de la UE y los importes ajustados como una función de las ratios de deuda en relación con el PIB con un retardo de un año (la línea de regresión se muestra con un intervalo de confianza del 95 %⁵).

Para esta muestra histórica, el saldo primario medio anual en los distintos Estados miembros de la UE se sitúa en el 0,2 % del PIB para unas ratios de deuda en relación con el PIB entre el 30 % y el 60 %, y en el 2,4 % del PIB para ratios de deuda superiores al 90 % del PIB (en el gráfico B se muestran la media y la mediana de los saldos primarios anuales en distintos rangos de deuda). El hecho de que la mediana sea mucho más elevada para el grupo con un nivel alto de deuda refleja el impacto sobre la media de un valor atípico negativo, concretamente de un déficit primario singular de alrededor del 10 % del PIB registrado en Grecia en 2009. La mediana del saldo primario (no afectada por valores atípicos) asciende al 3,3 % del PIB para el grupo con la deuda más elevada, en comparación con el 0,1 % del PIB en el caso del grupo con la deuda más baja.

De cara al futuro, como consecuencia de unas ratios de deuda pública más elevadas y de un crecimiento potencial menor después de la crisis, los superávits primarios necesarios para estabilizar y reducir las ratios de deuda tendrían que ser superiores a los registrados en el pasado. En general, las experiencias anteriores de los Estados miembros de la UE indican que los Gobiernos deberían afrontar el reto de alcanzar y mantener superávits primarios elevados durante un período prolongado, especialmente si se introducen los incentivos adecuados para lograr la disciplina presupuestaria y un marco reforzado de vigilancia presupuestaria en la UE.

4 Véase H. Bohn, «The Behaviour of US Public Debt and Deficits», *Quarterly Journal of Economics*, vol. 113(3), pp. 949-963, 1998, y E. G. Mendoza y J.D. Ostry, «International Evidence on Fiscal Solvency: Is Fiscal Policy «Responsible»?», *Journal of Monetary Economics*, vol. 55(6), pp. 1081-1093, 2008.

5 El saldo primario previsto se ajusta utilizando una regresión con fracciones polinómicas, que busca la mejor potencia o combinaciones de potencias de ajuste de un conjunto de opciones posibles. Las desviaciones típicas se calculan con datos agrupados de países. Véase P. Royston y D. Altman, «Regression using fractional polynomials of continuous covariates: parsimonious parametric modelling», *Applied Statistics*, vol. 43, pp. 429-467, 1994. Además, en un análisis de regresión controlando por otros factores que determinan los saldos primarios en los Estados miembros de la UE (por ejemplo, la brecha de producción, las ratios de ingresos/gastos retardados, la tasa de crecimiento del PIB nominal, el tipo de interés a largo plazo, efectos país y/o efectos temporales fijos), se constata una función de reacción similar de los saldos primarios a la deuda retrasada.