

EVOLUCIÓN ECONÓMICA Y MONETARIA

I ENTORNO EXTERIOR DE LA ZONA DEL EURO

La recuperación de la economía mundial ha continuado ampliándose a todos los sectores y se ha hecho menos dependiente del respaldo público. Los indicadores procedentes de las encuestas señalan que la actividad económica mundial cobró nuevo impulso a comienzos de 2011, aunque persisten las diferencias entre países y regiones con respecto a la posición cíclica y a la velocidad de la recuperación. Las presiones inflacionistas a escala mundial han ido en aumento en un contexto de alzas de los precios del petróleo y de las materias primas no energéticas, que son especialmente pronunciadas en las economías emergentes de crecimiento más rápido y más intensivas en energía; estas economías son también las que registran, cada vez más, restricciones de la capacidad productiva. En conjunto, las perspectivas de la economía mundial se han tornado más inciertas en un clima de intensificación de las tensiones geopolíticas en el Norte de África y Oriente Medio y también como consecuencia de las posibles repercusiones de las catástrofes de Japón.

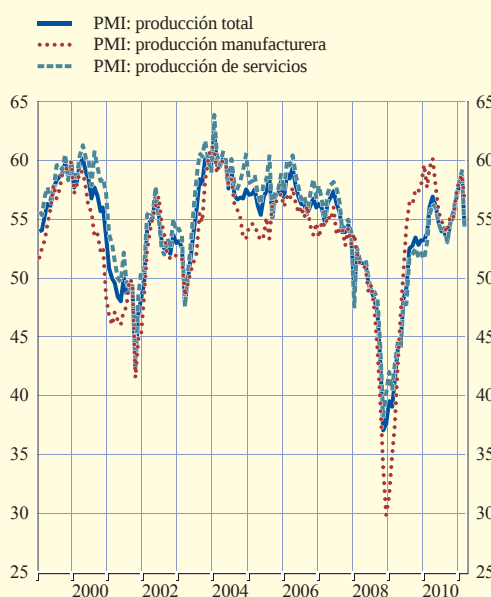
I.1 EVOLUCIÓN DE LA ECONOMÍA MUNDIAL

La recuperación de la economía mundial ha continuado ampliándose a todos los sectores y se ha hecho menos dependiente del respaldo público. Al mismo tiempo, se observan diferencias entre países y regiones respecto a la posición cíclica y la velocidad de la recuperación. Muchas economías emergentes están funcionando casi a plena capacidad y, pese a la gradual retirada de las políticas de estímulo, se enfrentan a un aumento de las presiones de recalentamiento. Esta situación contrasta con la que se observa en las economías avanzadas, en las que la necesidad de sanear aún más los balances privados, sumada a la persistencia de altas tasas de desempleo, sigue frenando la recuperación. En conjunto, los indicadores procedentes de las encuestas señalan que la actividad económica mundial cobró nuevo impulso a comienzos de 2011. En febrero, el índice sintético PMI global, correspondiente a producción, se elevó hasta 59,4, desde el nivel de 58,3 registrado en el mes anterior, lo que sugiere una sólida expansión de la economía mundial (véase gráfico 1). Este aumento vino acompañado de un nivel relativamente alto del componente de nuevos pedidos, de lo que se deduce que las perspectivas son más bien favorables. Sin embargo, en marzo de 2011, el índice sintético PMI de producción descendió hasta 54,7 tras el aumento de la incertidumbre económica mundial en un clima de intensificación de las tensiones geopolíticas en el Norte de África y Oriente Medio y también como consecuencia de las repercusiones de las catástrofes de Japón.

Las presiones inflacionistas también están aumentando a escala mundial, en un contexto de alza de los precios del petróleo y de las materias primas no energéticas, que se transmite a través de la cadena de suministro. En marzo, el índice PMI global de precios de los bienes intermedios se mantuvo en el nivel máximo registrado desde agosto de 2008, justo después del anterior máximo de los precios del petróleo. Por consiguiente, en el conjunto de la

Gráfico 1 PMI: producción mundial

(índice de difusión; datos mensuales desestacionalizados)



Fuente: Markit.

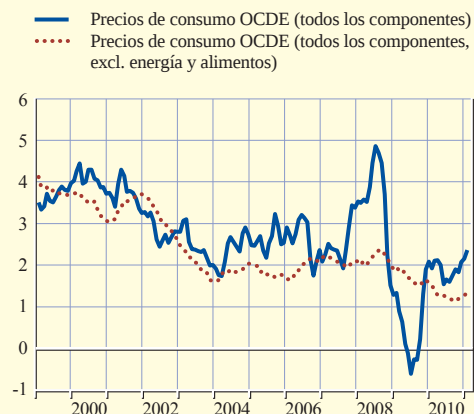
OCDE, la inflación general aumentó, en tasa interanual, hasta el 2,4% en febrero de 2011, desde el 2,2% de enero (véase gráfico 2). Las presiones inflacionistas siguieron siendo especialmente pronunciadas en las economías emergentes de crecimiento más rápido y más intensivas en energía, que registran, cada vez más, restricciones de la capacidad productiva. Excluidos la energía y los alimentos, la inflación en el conjunto de la OCDE no experimentó variación en febrero en comparación en el mes anterior, manteniéndose en el 1,3%.

ESTADOS UNIDOS

En Estados Unidos, la economía siguió recuperándose en el último trimestre de 2010. Según la tercera estimación de la Oficina de Análisis Económico, el crecimiento intertrimestral del PIB real fue del 0,8% (3,1% en tasa anualizada), frente al 0,6% del tercer trimestre (véase gráfico 3). El aumento refleja un impulso más dinámico del gasto en consumo y de la inversión en bienes de equipo y *software*, así como una contribución positiva del comercio, dado que las exportaciones siguieron creciendo mientras que las importaciones se redujeron. Sin embargo, el crecimiento se vio obstaculizado por una notable contribución negativa de la acumulación de existencias. Los indicadores disponibles para el comienzo de 2011 proporcionan señales ambivalentes, debido en parte a los efectos del riguroso invierno, pero las perspectivas para el corto plazo siguen siendo, en general, favorables.

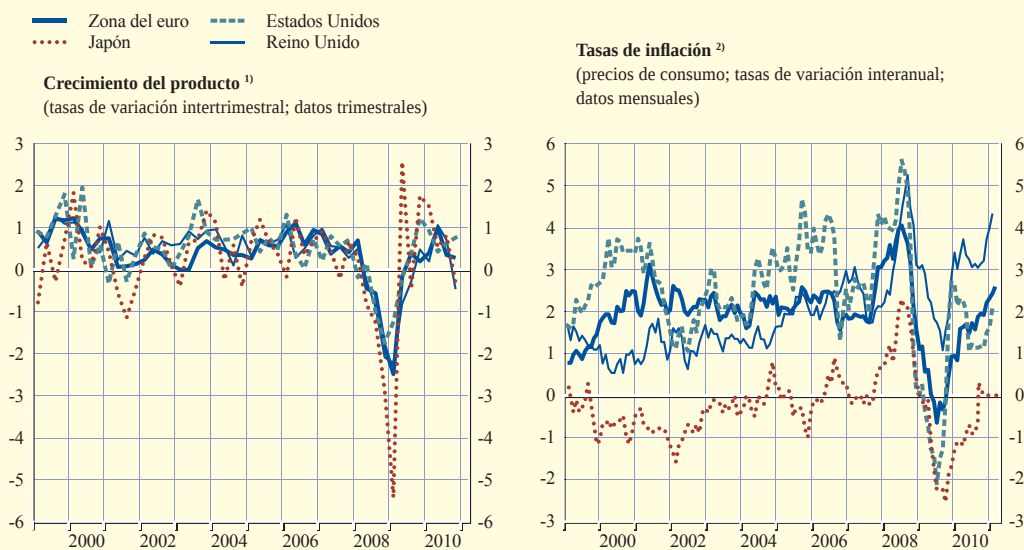
Gráfico 2 Evolución internacional de los precios

(datos mensuales; tasas de variación interanual)



Fuente: OCDE.

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



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

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

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

La inflación interanual, medida por el IPC, aumentó de nuevo en febrero, situándose en el 2,1 %. El incremento de los precios de consumo reflejó, principalmente, el impacto del alza de los costes de la energía y, en menor medida, de los precios de los alimentos. La inflación interanual, excluidos la energía y los alimentos, se elevó hasta el 1,1 % en febrero, aunque se mantuvo en un nivel cercano a la media de 2010. En conjunto, las presiones inflacionistas en Estados Unidos siguen estando, en general, contenidas en un contexto de notable atonía económica. El 5 de marzo, el Comité de Operaciones de Mercado Abierto de la Reserva Federal decidió seguir aumentando sus tenencias de valores y mantener la banda del 0,0 % al 0,25 % para el objetivo fijado para el tipo de interés de los fondos federales. Al mismo tiempo, el Comité señaló que las perspectivas generales de la situación económica son tales que justifican el mantenimiento de dicho tipo de interés en niveles muy bajos durante un período prolongado.

JAPÓN

El 11 de marzo de 2011, el noreste de Japón se vio asolado por un devastador terremoto, seguido de un tsunami, que se cobró muchas vidas y causó graves daños en la infraestructura de la región. Además, afectó seriamente a la central nuclear de Fukushima. Aunque resulta difícil evaluar con precisión las repercusiones económicas de la catástrofe, el impacto general sobre la actividad económica dependerá, probablemente, de la evolución del desastre nuclear y del tiempo necesario para restablecer la capacidad de producción y reconstruir la infraestructura. Antes del terremoto, en los dos primeros meses de 2011, la actividad económica se estaba recuperando, como lo demuestran los indicadores de alta frecuencia, tras una fase de desaceleración en el cuarto trimestre de 2010. Los datos de la segunda estimación provisional publicada por la Oficina Económica del Gobierno de Japón indican que el PIB real registró una contracción del 0,3 %, en tasa intertrimestral, en el cuarto trimestre, debido, principalmente, a la caída de la demanda interna.

La inflación interanual, medida por el IPC, fue cero en febrero por tercer mes consecutivo. Excluidos los alimentos frescos, la inflación se situó en el -0,3 %, mientras que si se excluyen la energía y los alimentos frescos la tasa fue del -0,6 %. De cara al futuro, la inflación probablemente se elevará, como consecuencia de las restricciones de la oferta causadas por el terremoto, así como del aumento de la demanda asociado a las tareas de reconstrucción.

Para hacer frente al desastre, el Banco de Japón proporcionó al sistema financiero liquidez adicional de emergencia por un volumen sin precedentes en operaciones a un día durante la primera semana que siguió al terremoto. Asimismo, anunció un incremento del importe de su programa de compras de activos, de alrededor de 5 billones de yenes, hasta un total de 40 billones de yenes, aproximadamente. El 14 de marzo 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 a un día sin garantía.

REINO UNIDO

En el Reino Unido, la recuperación económica se interrumpió en el cuarto trimestre. Según las estimaciones revisadas, el PIB real se redujo un 0,5 %, en tasa intertrimestral, en el cuarto trimestre de 2010, tras registrar sendas expansiones del 0,7 % en el tercer trimestre y del 1,1 % en el segundo trimestre (véase gráfico 3). Atribuido en parte al mal tiempo imperante en diciembre, el descenso del producto en el cuarto trimestre fue generalizado y afectó a todos los componentes del gasto. Los precios de la vivienda han mantenido su tendencia a la baja en los últimos meses en un contexto de moderación de la demanda en el mercado de la vivienda. De cara al futuro, los ajustes de las existencias, las políticas de estímulo monetario, la demanda externa y la anterior depreciación de la libra esterlina deberían respaldar la actividad económica. No obstante, se prevé que el crecimiento de la demanda interna 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 interanual, medida por el IPC, ha seguido siendo elevada en los últimos meses, aumentando hasta el 4,4 % en febrero de 2011, desde el 4 % registrado en enero, principalmente como consecuencia de los efectos retardados de la depreciación de la libra esterlina, la subida 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 presionando al alza sobre la inflación interanual medida por el IPC. En los últimos meses, el Comité de Política Monetaria del Banco de Inglaterra ha mantenido en el 0,5 % el tipo de interés oficial al que se remuneran las reservas de las entidades de crédito.

CHINA

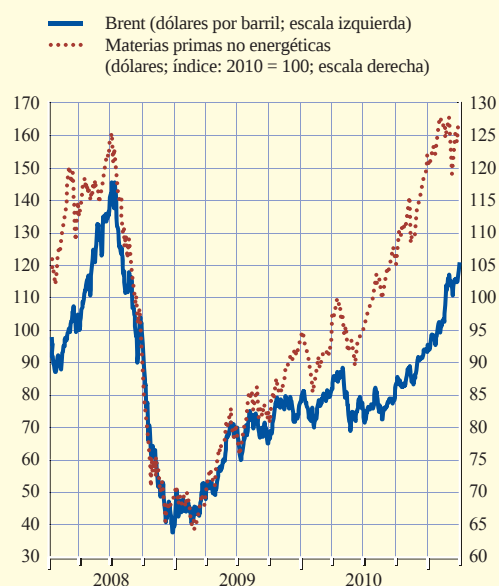
En China, los indicadores de corto plazo sugieren un sólido crecimiento en el primer trimestre de 2011, impulsado principalmente por la producción industrial y la inversión en activos fijos. Las presiones inflacionistas se intensificaron en el primer trimestre de 2011. En febrero, la inflación interanual medida por el IPC no experimentó variación, manteniéndose en el 4,9 %. Mientras que la inflación general estuvo determinada por la evolución de los precios de los alimentos, si se excluye este componente, la tasa de inflación interanual, medida por el IPC, se situó en un 2,4 %, la tasa de crecimiento más rápida registrada desde 2005. La inflación medida por el índice de precios industriales experimentó una aceleración en febrero, debido principalmente al mayor coste de las materias primas y la energía. El Banco Central de la República Popular China siguió endureciendo su política monetaria en marzo. Para drenar el exceso de liquidez del sector bancario, elevó el coeficiente de reservas obligatorias en otros 50 puntos básicos por tercera vez en lo que va de año. A partir del 25 de marzo de 2011, dicho coeficiente es del 20 % para los grandes bancos. Por cuarta vez desde octubre del pasado año, el Banco Central de la República Popular China elevó los tipos de interés de referencia de los préstamos y de los depósitos a un año en 25 puntos básicos, hasta el 6,31 % y el 3,25 %, respectivamente, con efectos a partir del 6 de abril.

1.2 MERCADOS DE MATERIAS PRIMAS

Los precios del petróleo registraron fuertes aumentos en marzo. El 6 de abril, el precio del barril de Brent se situaba en 121,6 dólares estadounidenses, es decir, un 30,5 % por encima del nivel observado a comienzos del año (véase gráfico 4). De cara al futuro, los participantes en el mercado prevén que los precios del crudo sean ligeramente más bajos en el medio plazo y los futuros con entrega en diciembre de 2012 se negocian actualmente en torno a 114,5 dólares estadounidenses.

El alza de los precios del petróleo se produjo en el contexto de la escalada de las tensiones en los países del Norte de África y Oriente Medio. El impacto de las revueltas que se están produciendo actualmente en Libia sobre el equilibrio de las variables del petróleo ha sido sustancial, ya que las exportaciones de crudo de este país han quedado prácticamente interrumpidas. Arabia Saudí intervino para compensar, en parte, la pérdida de producción en Libia, pero la intervención solo ha ser-

Gráfico 4 Evolución de los precios de las materias primas



Fuentes: Bloomberg y HWWI.

vido para estabilizar parcialmente los precios. Por el lado de la oferta, las perturbaciones se produjeron en un clima de crecimiento muy sólido de la demanda, tanto en las economías emergentes como en las desarrolladas, lo que hace que el equilibrio en el mercado sea actualmente muy tenso.

Los precios de las materias primas no energéticas descendieron ligeramente en marzo. Los precios de los alimentos experimentaron una cierta moderación como resultado de las positivas expectativas respecto a la actual temporada de siembra. Los precios de los metales también bajaron como consecuencia de las distorsiones de la producción industrial tras el terremoto de Tohoku. Sin embargo, en cifras agregadas, el índice de precios de las materias primas no energéticas (denominado en dólares estadounidenses) seguía situándose, a finales de marzo, un 2,6% por encima del nivel de comienzos del año.

1.3 TIPOS DE CAMBIO

En marzo, el tipo de cambio efectivo nominal del euro, medido frente a las monedas de 20 de los socios comerciales más importantes de la zona del euro, prosiguió la apreciación iniciada en enero de 2011. Como consecuencia, el 6 de abril, la moneda única cotizaba, en términos nominales efectivos, un 3,9% por encima del nivel registrado a finales de diciembre de 2010 y un 2% por encima de la media de 2010 (véase gráfico 5).

En términos bilaterales, en los tres primeros meses de 2011, el euro se apreció frente a la mayoría de las principales monedas. Entre el 31 de diciembre de 2010 y el 6 de abril de 2011, se apreció frente al yen japonés (12,1%), el dólar estadounidense (7%), el franco suizo (4,7%) y la libra esterlina (1,9%). La moneda única también se apreció significativamente frente a las monedas de algunos países productores de materias primas (dólar australiano y dólar canadiense), así como frente a las principales monedas asiáticas (véase cuadro 1). Por el contrario, se depreció frente al forint húngaro y la corona

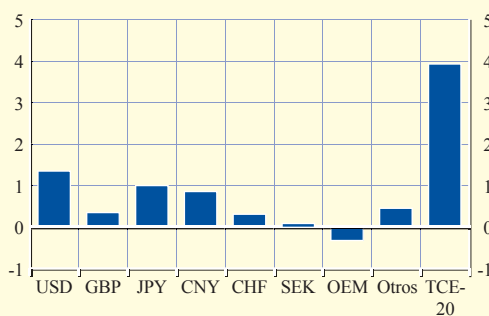
Gráfico 5 Tipo de cambio efectivo del euro (TCE-20) y sus componentes¹⁾

(datos diarios)

Índice: I 1999 = 100



Contribuciones a las variaciones del TCE-20²⁾
Del 31 de diciembre de 2010 al 6 de abril 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.

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 6 de abril de 2011	Apreciación (+)/depreciación (-) del euro al 6 de abril de 2011		
			desde:		en comparación con: media de 2010
			31 de diciembre de 2010	1 de enero de 2010	
Dólar estadounidense	19,4	1,43	7,0	-0,6	7,9
Libra esterlina	17,8	0,878	1,9	-1,6	2,3
Renminbi chino	13,6	9,36	6,1	-4,7	4,3
Yen japonés	8,3	121,8	12,1	-8,8	4,8
Franco suizo	6,4	1,31	4,7	-11,9	-5,1
Zloty polaco	4,9	3,99	0,3	-2,9	-0,2
Corona sueca	4,9	9,01	0,5	-11,6	-5,5
Corona checa	4,1	24,43	-2,5	-7,16	-3,4
Won coreano	3,9	1.552,65	3,6	-6,6	1,4
Forint húngaro	3,1	263,24	-5,3	-2,4	-4,4
TCEN ²⁾		106,7	3,9	-4,6	2,0

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).

checa (un 5,3 % y un 2,5 %, respectivamente). La apreciación del euro frente al dólar estadounidense, combinada con el correspondiente fortalecimiento frente a las monedas vinculadas al dólar, representó casi el 60 % de la apreciación total en términos efectivos (véase gráfico 5). En marzo, tras el terremoto de Tohoku, los mercados de divisas experimentaron un brote de volatilidad muy elevada, que culminó con el yen japonés en un máximo histórico frente al dólar estadounidense de 78,85 yenes por dólar, el 17 de marzo. En respuesta a estos movimientos del tipo de cambio del yen asociados a los sucesos acaecidos en Japón, y a instancias de las autoridades japonesas, las autoridades de Estados Unidos, Reino Unido, Canadá y el BCE se sumaron a Japón, el 18 de marzo de 2011, en una intervención concertada en los mercados de divisas.

Entre el 31 de diciembre de 2010 y el 6 de abril de 2011, las monedas que participan en el MTC II se mantuvieron, en general, estables frente al euro, cotizando al tipo de cambio correspondiente a las respectivas paridades centrales o en torno a dichas paridades. El lats letón, tras haber permanecido durante muchos meses en la zona débil de la banda de fluctuación de $\pm 1\%$, establecida unilateralmente, también se desplazó hacia la paridad central en enero y a comienzos de febrero. No obstante, desde mediados de febrero, ha ido retrocediendo de nuevo hacia la zona débil de la banda.

1.4 PERSPECTIVAS DEL ENTORNO EXTERIOR

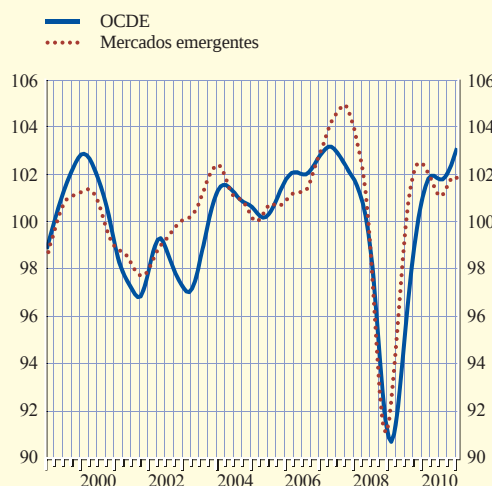
De cara al futuro, se prevé que la recuperación económica mundial continúe siguiendo una trayectoria más autosostenida. Esta previsión está en consonancia con el indicador sintético adelantado de la OCDE más reciente, correspondiente a enero de 2011, que sugiere una expansión económica en la mayoría de los países de esta organización (véase gráfico 6). No obstante, las perspectivas se han tornado más inciertas. La renovada inquietud respecto a la intensificación de las tensiones geopolíticas en el Norte de África y Oriente Medio ha empañado el clima económico (véase recuadro 1). De prolongarse estas tensiones, el equilibrio del mercado del petróleo podría verse afectado en mayor medida y podrían incrementarse los precios de la energía, lo que repercutiría negativamente sobre la economía mundial. Se espera que las catástrofes de Japón solo tengan repercusiones moderadas sobre la economía mundial, a

menos que las distorsiones en la cadena de suministros, que son muy difíciles de evaluar sobre la base de la información disponible, se intensifiquen de forma significativa.

Los riesgos para la actividad mundial siguen estando, en general, equilibrados en un entorno de fuerte incertidumbre. Por un lado, el comercio mundial podría seguir creciendo con más rapidez de la esperada. Por otro lado, los riesgos a la baja guardan relación con las tensiones que aún persisten en algunos segmentos de los mercados financieros, los nuevos aumentos de los precios de la energía, en particular como consecuencia de las tensiones geopolíticas, las presiones proteccionistas y la posibilidad de que se produzca una corrección desordenada de los desequilibrios mundiales. Por último, hay que considerar los posibles riesgos derivados del impacto económico del reciente desastre natural y nuclear en Japón.

Gráfico 6 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 de los indicadores sintéticos adelantados de Brasil, Rusia y China.

Recuadro I

TENSIONES POLÍTICAS EN ORIENTE MEDIO Y NORTE DE ÁFRICA: CONSECUENCIAS ECONÓMICAS PARA LA ZONA DEL EURO

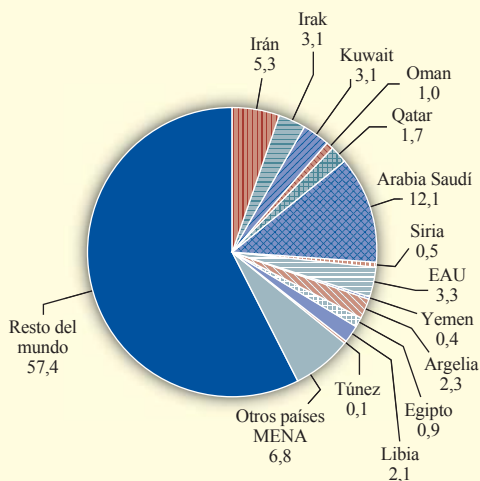
A continuación se examina el impacto potencial de las turbulencias políticas que han afectado recientemente a varios países de Oriente Medio y Norte de África (región MENA, en sus siglas en inglés) sobre la economía de la zona del euro. Se describen los principales canales a través de los que estas turbulencias podrían afectar a la zona del euro, considerándose, concretamente, el impacto del alza de los precios del petróleo sobre la economía de la zona.

Los precios del petróleo son el principal vínculo entre la evolución política en la región MENA y la zona del euro y la economía mundial. Los precios del Brent se han incrementado más de un 25 % desde comienzos de enero de 2011 —cuando se intensificó la agitación en Túnez— y se han disparado en particular tras el estallido de la violencia en Libia. La evolución política en los países de la región tiende a elevar la prima de riesgo geopolítico de los precios del petróleo, dado el papel crucial que desempeña la región en el suministro de energía a escala mundial. La región de Oriente Medio y Norte de África representa más del 40 % de la producción mundial de petróleo y dos terceras partes de las reservas de petróleo mundiales (véanse gráficos A y B). Además, la capacidad excedente de producción petrolera mundial se concentra en la región: según estimaciones de la Agencia Internacional de la Energía¹, en febrero de 2011,

1 Véase también el artículo titulado «Precios del petróleo: factores determinantes e impacto sobre la inflación y la macroeconomía de la zona del euro» y, en particular, el recuadro titulado «Capacidad de producción de petróleo de Arabia Saudí: evolución reciente y perspectivas futuras», *Boletín Mensual*, BCE, agosto de 2010. En lo que respecta a la capacidad de Arabia Saudí para contrarrestar las distorsiones de la oferta en otros países, como Libia, hay que tener en cuenta que el petróleo saudí es de calidad diferente al que produce Libia, por ejemplo, lo que podría limitar las posibilidades de sustitución a corto plazo en las operaciones de refino.

Gráfico A Producción de petróleo

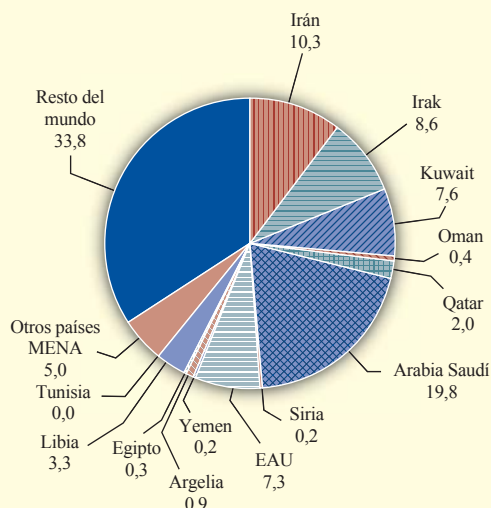
(porcentaje de la producción mundial a finales de 2009)



Fuentes: BP Statistical Review 2010 y cálculos del BCE.

Gráfico B Reservas de petróleo comprobadas

(porcentaje de las reservas mundiales a finales de 2009)

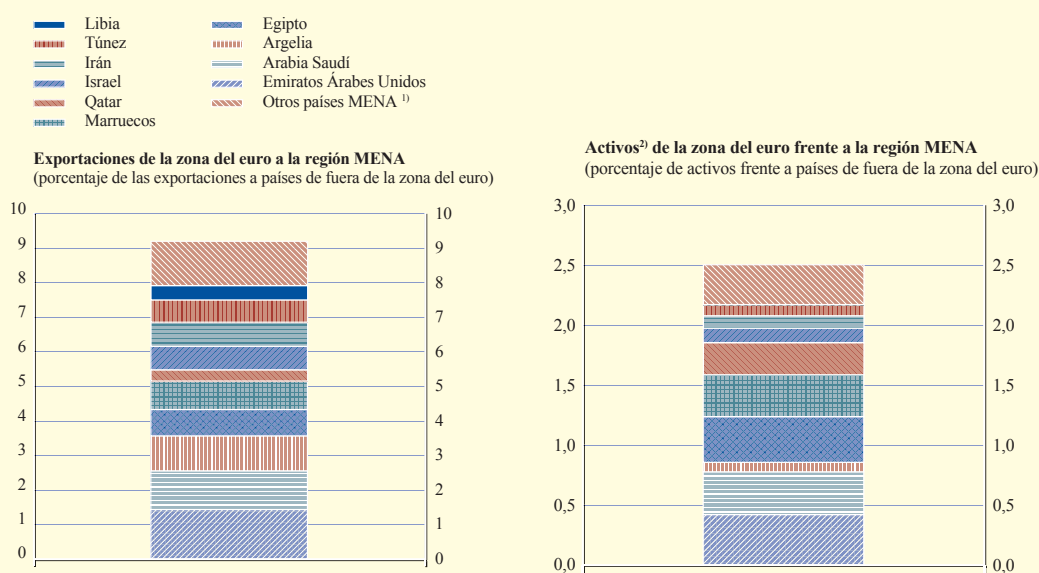


Fuentes: BP Statistical Review 2010 y cálculos del BCE.

solo Arabia Saudí representaba casi el 80% de la capacidad excedente efectiva de la OPEP. La región desempeña también un papel importante en el abastecimiento mundial de gas, en la medida en que representa alrededor de una quinta parte de la producción mundial de gas y concentra casi la mitad de las reservas mundiales.

La región MENA es también un importante socio comercial para la zona del euro, ya que recibe alrededor del 9% de sus exportaciones. Por el contrario, la exposición de las entidades de crédito de la zona del euro a los países MENA es relativamente pequeña, ya que la región concentra solo el 2,5% de los activos bancarios de la zona del euro situados fuera de la zona (véase gráfico C). Las tenencias de activos de la zona del euro en poder de los países MENA, incluidos los fondos soberanos de riqueza de los países exportadores de petróleo de la región, representan otro vínculo financiero con esta región. Los efectos potenciales de contagio de las turbulencias de la región MENA a la zona del euro también podrían tener su origen en un posible aumento de la aversión al riesgo a escala mundial y de un incremento de las migraciones descontroladas. Como resultado de las turbulencias que afectan a los países de la región, algunos de los cuales constituyen importantes destinos turísticos para los europeos, parte del turismo podría dirigirse, por ejemplo, a los países del sur de Europa. El impacto de la evolución de la situación que atraviesa la región MENA sobre la zona del euro podría variar de unos países a otros, dado que los lazos comerciales y financieros de los países de la zona con la región difieren, principalmente, en función de la proximidad geográfica.

¿Qué impacto podrían tener en la actividad económica y la inflación de la zona del euro las alzas de los precios del petróleo? La evidencia empírica de las simulaciones con modelos sugiere que el efecto global que tendría sobre la actividad económica de la zona del euro una subida de los precios del petróleo del 10% es, aproximadamente, del -0,25% al cabo de tres años, aunque se observan diferencias considerables entre países, que oscilan desde casi cero hasta un -0,4%. La transmisión de los precios del petróleo a los precios de consumo es compleja y depende de muchos factores, incluidos

Gráfico C Comercio de la zona del euro y exposición de las entidades de crédito de la zona a la región MENA

Fuentes: BPI (estadísticas bancarias consolidadas), FMI, Haver Analytics y cálculos del BCE.

Notas: Se excluyen las exportaciones a países de dentro de la zona del euro y los activos frente a esos países. Los datos sobre activos corresponden al tercer trimestre de 2010. Los datos sobre exportaciones se refieren a 2009.

1) Otros países MENA: Bahrein, Irak, Jordania, Kuwait, Líbano, Mauritania, Omán y Siria.

2) Activos exteriores consolidados de los bancos informantes al BPI con sede en la zona del euro. Datos basados en prestatarios inmediatos.

el nivel de los precios del petróleo, el tipo de los impuestos indirectos, la composición por sectores de la economía, los mecanismos de fijación de precios y salarios y la respuesta de la política monetaria. En promedio, un incremento de los precios del petróleo del 10 % eleva el IAPC de la zona del euro en un 0,2 %, aproximadamente, en el primer año y en torno al 0,45 % al cabo de tres años². Es importante recordar que todas las estimaciones basadas en modelos dependen de varios supuestos de simplificación. Así pues, las estimaciones que se presentan deben considerarse como cifras indicativas más que como resultados precisos.

En resumen, la agitación política que sufre la región MENA plantea un riesgo a la baja para la actividad económica y un riesgo al alza para la evolución de los precios en la zona del euro en el corto plazo. A medio plazo, la transición política en la región, acompañada de reformas económicas, podría contribuir a potenciar el crecimiento y la estabilidad en los países meridionales próximos a la zona del euro.

² Véase Grupo de trabajo del Comité de Política Monetaria del SEBC, «Energy markets and the euro area macroeconomy», *Occasional Paper series*, n.º 113, BCE, junio de 2010.

2 EVOLUCIÓN MONETARIA Y FINANCIERA

2.1 DINERO Y CRÉDITO DE LAS IFM

Las tasas de crecimiento interanual de M3 y de los préstamos concedidos por las IFM al sector privado experimentaron un aumento en febrero de 2011. Estos incrementos se deben, en parte, a operaciones interbancarias realizadas a través de plataformas electrónicas de negociación. No obstante, si la evolución observada se considera más allá de este efecto, los datos más recientes apuntan a una recuperación constante, aunque modesta, del crecimiento monetario y de los préstamos, y confirman la valoración de que la expansión monetaria subyacente sigue siendo moderada y de que las presiones inflacionistas a medio plazo están contenidas. Al mismo tiempo, la reversión de la liquidez acumulada anteriormente está mostrando señales de desaceleración. El crecimiento interanual de los préstamos a los hogares se está estabilizando y la recuperación en curso de los préstamos al sector privado se está viendo respaldada de manera creciente por la expansión de los préstamos a las sociedades no financieras, que ha vuelto a niveles positivos. Por último, en febrero, los principales activos de las IFM se incrementaron de manera significativa por segundo mes consecutivo.

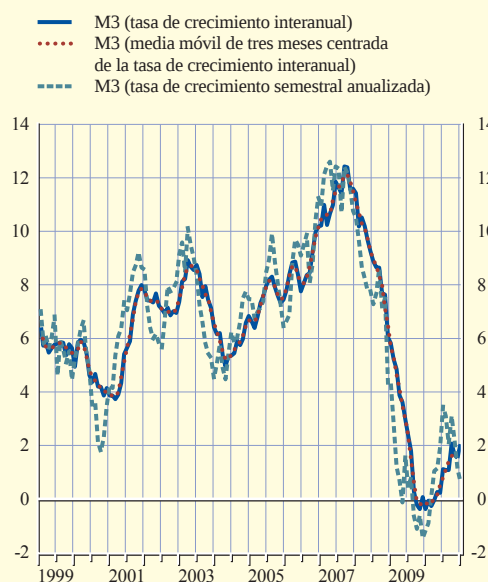
EL AGREGADO MONETARIO AMPLIO M3

La tasa de crecimiento interanual de M3 experimentó un acusado aumento en febrero de 2011, mes en que se situó en el 2%, desde el 1,5% de enero (véase gráfico 7). Este incremento se debió, en gran parte, a las considerables entradas registradas en las cesiones temporales que, a su vez, fueron resultado de operaciones interbancarias con garantías realizadas a través de entidades de contrapartida central (ECC) clasificadas como intermediarios financieros no monetarios distintos de las empresas de seguros y los fondos de pensiones (OIF). Si los datos se corrigen por el efecto causado por las operaciones efectuadas a través de ECC, el crecimiento intermensual de M3 fue del 0,2% en febrero (en lugar de 0,5%), pasando a ser positivo tras haber sido ligeramente negativo (el -0,1%, en promedio) los cinco meses anteriores. Si esta evolución se considera más allá de la volatilidad introducida por las operaciones relacionadas con ECC en los últimos meses, los datos más recientes apuntan a que continúa la recuperación gradual del crecimiento interanual de M3, aunque se mantiene en un nivel reducido y existe cierta incertidumbre en torno a la fortaleza futura de esta recuperación.

El hecho de que la recuperación del crecimiento de M3 haya sido más moderada en los últimos meses puede estar asociado con el aumento de la pendiente de la curva de rendimientos observado desde noviembre de 2010 y con la evolución favorable, en general, de los precios y de los rendimientos de activos de mayor riesgo. Esta evolución ha reducido el atractivo de mantener activos monetarios incluidos en M3 frente a activos a más largo plazo mejor remunerados no incluidos en este agregado monetario.

Gráfico 7 Crecimiento de M3

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



Fuente: BCE.

En cuanto a las contrapartidas, la tasa de crecimiento interanual de los préstamos al sector privado volvió a aumentar ligeramente en febrero, debido, entre otras cosas, a que de nuevo se registraron entradas mensuales significativas en los préstamos concedidos a las sociedades no financieras. Aunque la tasa de crecimiento interanual de los préstamos a este último sector siguió fortaleciéndose y fue positiva por segundo mes consecutivo, la correspondiente a los préstamos a los hogares se mantuvo prácticamente invariable, en torno al 3 %. No obstante, si los datos se ajustan por la baja de préstamos de los balances, sigue siendo evidente una tendencia gradual al alza en el crecimiento de los préstamos a los hogares.

En febrero, los principales activos que mantienen las IFM de la zona del euro registraron un acusado aumento por segundo mes consecutivo, debido, fundamentalmente, al incremento de los préstamos al sector privado de la zona, pero también al aumento de los préstamos entre IFM. En consecuencia, los flujos trimestrales volvieron a ser ligeramente positivos, tras haber sido considerablemente negativos en los últimos meses como consecuencia de la transferencia de activos a «bancos malos».

PRINCIPALES COMPONENTES DE M3

La brecha existente entre la tasa de crecimiento interanual de M1, que aunque es elevada está descendiendo, y la de otros depósitos a corto plazo e instrumentos negociables, que es más reducida pero está aumentando, volvió a estrecharse en febrero, continuando la tendencia observada en los últimos meses.

La tasa de crecimiento interanual de M1 volvió a experimentar un descenso y se situó en el 2,9 % en febrero, desde el 3,2 % de enero. Esta evolución refleja, fundamentalmente, la disminución de los flujos de entrada en los depósitos a la vista observada en el último año y medio. Es probable que estas reducidas entradas actuales sean resultado del aumento del coste de oportunidad de mantener estos depósitos, ya que la remuneración de otros depósitos incluidos en M3 se ha incrementado en los últimos meses. Esto se ve confirmado por el hecho de que la moderación registrada en los depósitos a la vista es bastante generalizada en los distintos países y sectores, lo que contrasta con la considerable heterogeneidad patente en otras condiciones económicas en la zona del euro a escala tanto de sectores como geográfica, y sugiere que consideraciones de cartera, más que la evolución de la demanda, son el principal factor determinante de la persistente moderación del crecimiento de M1.

Como reflejo de estas consideraciones, la tasa de crecimiento interanual de los depósitos a corto plazo distintos de los depósitos a la vista volvió a aumentar considerablemente y se situó en el 1,8 % en febrero, desde el 1,1 % del mes anterior. No obstante, esto ocultó una evolución divergente de sus dos componentes: la tasa de crecimiento interanual de los depósitos de ahorro a corto plazo (es decir, los depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses) volvió a descender ligeramente, aunque se mantuvo en niveles sustancialmente positivos, y la de los depósitos a corto plazo (esto es, los depósitos a plazo hasta dos años) se incrementó de nuevo, aunque siguió siendo moderadamente negativa.

La tasa de crecimiento interanual de los instrumentos negociables experimentó un acusado aumento en febrero, hasta el -0,4 %, desde el -4 % de enero. Sin embargo, esto se debió fundamentalmente a los elevados flujos de entrada observados en las cesiones temporales, resultantes de operaciones interbancarias con garantías realizadas a través de ECC. Si los datos se ajustan por este efecto, la tasa de crecimiento interanual de los instrumentos negociables continuó siendo negativa, aunque con una tendencia gradual al alza. En cuanto a otros instrumentos negociables, las participaciones en fondos del mercado monetario y los valores distintos de acciones a corto plazo de las IFM registraron salidas mensuales reducidas. La evolución de los valores distintos de acciones a corto plazo que mantienen los sectores tenedores de dinero de la zona del euro oculta el hecho de que la emisión neta total de este tipo de va-

lores fue relativamente elevada en febrero (al igual que en enero), pero fue absorbida no solo por las propias IFM, sino también por compradores de fuera de la zona del euro.

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 un detalle puntual por sectores, se incrementó hasta situarse en el 3,5 % en febrero, desde el 3 % del mes precedente. Esta evolución estuvo impulsada, en gran parte, por el aumento de la contribución del sector de OIF, como consecuencia, una vez más, de los elevados flujos de entrada resultantes de cesiones temporales con ECC. Las contribuciones de los hogares y de las sociedades no financieras también experimentaron un ligero ascenso, de 0,9 y 1,2 puntos porcentuales, respectivamente. En el caso de los hogares, esta dinámica reflejó entradas mensuales en los depósitos a corto plazo y en los depósitos de ahorro, mientras que, en el de las sociedades no financieras, se debieron a entradas en los depósitos a la vista y en otros depósitos a corto plazo.

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 no se modificó y fue del 3,8 % en febrero (véase cuadro 2). Esto se debió a un crecimiento algo más débil del crédito concedido a las Administraciones Públicas, que quedó compensado por un crecimiento ligeramente mayor del crédito otorgado al sector privado.

Dentro del crédito a las Administraciones Públicas se observaron descensos de las tasas de crecimiento interanual de los préstamos concedidos por las IFM y de los valores (distintos de acciones) adquiridos por este último sector. No obstante, el crecimiento del crédito total otorgado a las Administraciones Públicas se mantuvo en un nivel elevado, ya que el impacto de la financiación de las transferencias de activos a «bancos malos» seguirá siendo evidente en estas tasas hasta septiembre de 2011.

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	2011 Ene	2011 Feb
M1	49,2	11,4	10,3	7,8	4,9	3,2	2,9
Efectivo en circulación	8,4	6,2	6,4	6,5	5,6	5,4	5,1
Depósitos a la vista	40,8	12,5	11,2	8,1	4,8	2,8	2,4
M2 - M1 (= otros depósitos a corto plazo)	39,1	-8,2	-8,0	-5,1	-1,1	1,1	1,8
Depósitos a plazo hasta dos años	19,0	-22,7	-21,4	-16,1	-8,7	-3,2	-1,5
Depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses	20,1	13,3	10,3	8,3	7,2	5,6	5,1
M2	88,4	1,7	1,5	1,7	2,2	2,3	2,4
M3 - M2 (= instrumentos negociables)	11,6	-11,6	-9,8	-6,5	-3,1	-4,0	-0,4
M3	100,0	-0,2	-0,1	0,7	1,5	1,5	2,0
Crédito a residentes en la zona del euro		1,9	1,8	2,0	3,3	3,8	3,8
Crédito a las Administraciones Públicas		9,8	9,0	7,5	11,5	11,7	10,5
Préstamos a las Administraciones Públicas		3,5	6,7	6,5	15,5	18,5	17,9
Crédito al sector privado		0,3	0,2	0,8	1,5	2,1	2,3
Préstamos al sector privado		-0,4	0,2	0,9	1,7	2,4	2,6
Préstamos al sector privado ajustados por ventas y titulizaciones		-0,2	0,1	1,0	1,9	2,7	3,0
Pasivos financieros a más largo plazo (excluidos capital y reservas)		5,5	4,4	2,6	2,7	2,6	2,9

Fuente: BCE.

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

La tasa de crecimiento interanual del crédito otorgado al sector privado de la zona del euro aumentó ligeramente y en febrero se situó en el 2,3%, desde el 2,1% de enero, como consecuencia de nuevos flujos de entrada mensuales relativamente abultados. La mayor parte de estos flujos de entrada se concentró en los préstamos al sector privado, cuya tasa de crecimiento interanual se incrementó hasta el 2,6% en febrero, desde el 2,4% del mes precedente. Sin embargo, dado que la tercera parte de las entradas mensuales registradas en los préstamos al sector privado en febrero estuvo relacionada con préstamos resultantes de operaciones de cesión temporal realizadas en el mercado interbancario a través de ECC, esta evolución sobreestima ligeramente el aumento del crecimiento de los préstamos.

La tasa de crecimiento interanual de los préstamos concedidos a las sociedades no financieras se fortaleció de nuevo y se situó en el 0,6% en febrero, desde el 0,5% de enero (véase cuadro 3). Los flujos mensuales de estos dos meses fueron muy positivos, en comparación con los observados durante la recuperación de 2004, y en febrero se registraron flujos positivos en todos los plazos de vencimiento. Sin embargo, la heterogeneidad entre países continuó siendo significativa, en consonancia con el hecho de que la recuperación económica está siendo desigual y con las diferencias que actualmente se observan en las necesidades de financiación externa de los sectores y ramas individuales de la zona del euro.

La tasa de crecimiento interanual de los préstamos a los hogares se situó en el 3% en febrero, desde el 3,1% del mes precedente, confirmando que la recuperación se ha estabilizado en esta tasa. No obstante, si se tienen en cuenta las bajas de balance de préstamos efectuadas en el contexto de las operaciones de titulización, esta tasa continúa registrando una tendencia moderada al alza.

La evolución de los préstamos a los hogares siguió estando dominada por los préstamos para adquisición de vivienda, aunque los flujos mensuales observados en esta modalidad de préstamo fueron moderados en enero y febrero con respecto al segundo semestre de 2010. Esto podría ser atribuible, en cierta medida, a la terminación de los incentivos para la adquisición de vivienda ofrecidos por el Gobierno de un país de la zona del euro, que previamente habían generado niveles particularmente elevados de endeudamiento. El crédito al consumo siguió reduciéndose, registrando tasas de crecimiento interanual negativas y salidas mensuales. Esta debilidad puede estar relacionada con la falta de disposición a rea-

Cuadro 3 Préstamos de las IFM al sector privado

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

	Saldo vivo en porcentaje del total ¹⁾	Tasas de crecimiento interanual					
		2010	2010	2010	2010	2011	2011
		I	II	III	IV	Ene	Feb
Sociedades no financieras	42,3	-2,5	-2,2	-1,3	-0,4	0,5	0,6
Hasta un año	24,5	-12,4	-10,8	-8,3	-5,0	-1,7	-1,0
De uno a cinco años	19,1	-3,4	-4,6	-3,4	-2,1	-2,1	-2,1
Más de cinco años	56,4	3,2	3,1	2,9	2,4	2,3	2,3
Hogares²⁾	46,6	1,7	2,6	2,8	2,8	3,1	3,0
Crédito al consumo ³⁾	12,2	-0,7	-0,5	-0,5	-0,7	-1,0	-0,9
Préstamos para adquisición de vivienda ³⁾	71,8	2,0	3,0	3,4	3,5	3,9	3,8
Otras finalidades	16,0	2,7	3,2	2,9	2,5	2,8	2,8
Empresas de seguros y fondos de pensiones	0,9	-9,3	-9,1	-0,7	7,6	7,2	8,7
Otros intermediarios financieros no monetarios	10,3	0,3	0,8	2,4	4,7	7,1	8,5

Fuente: BCE.

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

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

2) Según la definición del SEC 95.

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

lizar compras importantes, en un entorno de crecimiento moderado de la renta disponible y niveles elevados de endeudamiento de los hogares.

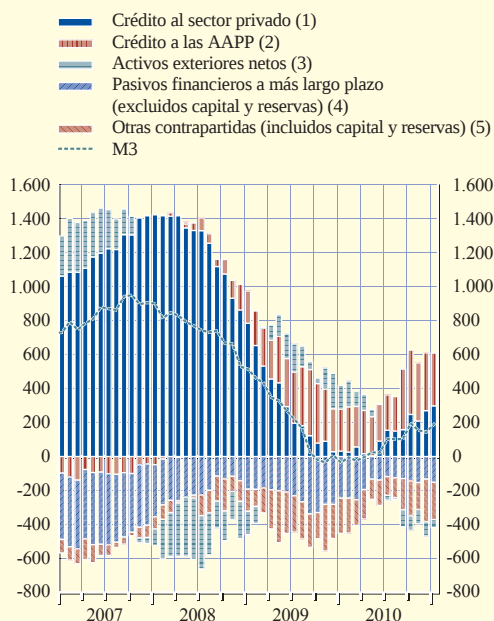
Entre las demás contrapartidas de M3, la tasa de crecimiento interanual de los pasivos financieros a más largo plazo de las IFM (excluidos capital y reservas) se incrementó hasta el 2,9 % en febrero, desde el 2,6 % de enero, en consonancia con el aumento de la pendiente de la curva de rendimientos y con la mejora asociada del atractivo de los instrumentos a largo plazo. Esta evolución estuvo impulsada por el pronunciado fortalecimiento de la tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones a largo plazo de las IFM, tras registrarse considerables entradas mensuales en estos instrumentos en enero y febrero. Los datos disponibles sugieren que las entidades de crédito han emitido principalmente bonos garantizados en los últimos meses, posiblemente como consecuencia de la aparente disposición de los inversores a invertir en valores distintos de acciones garantizados en el entorno actual. La tasa de crecimiento interanual de los depósitos a largo plazo volvió a reducirse sustancialmente en febrero, como consecuencia de la continuada disminución de las tenencias de estos depósitos por parte de los OIF. Es probable que esto refleje la debilidad observada en las operaciones de titulización, que anteriormente, cuando los préstamos titulizados no se daban de baja de los balances de las IFM, propiciaron entradas en este instrumento. Si no se producen nuevas operaciones, la amortización de préstamos titulizados previamente daría lugar a flujos negativos en los depósitos bancarios a largo plazo de los OIF.

En la posición acreedora neta frente al exterior del sector de las IFM se registraron flujos interanuales de salida por importe de 47 mm de euros en febrero, en comparación con una salida de 83 mm de euros el mes precedente (véase gráfico 8). Esto se debió a un aumento de los flujos interanuales de entrada observados en los préstamos concedidos por las IFM a no residentes y al incremento de las salidas interanuales de pasivos exteriores de las IFM. Las salidas de pasivos exteriores fueron resultado de la reducción de los depósitos mantenidos por no residentes en las IFM de la zona del euro, que quedó parcialmente compensada por el aumento de las tenencias de participaciones en fondos del mercado monetario por parte de no residentes.

En general, si se considera más allá de la evolución a corto plazo, los datos monetarios más recientes continúan apuntando a una recuperación modesta del crecimiento monetario y de los préstamos en la zona del euro. La valoración de que el ritmo de expansión monetaria subyacente es moderado y de que, a medio plazo, las presiones inflacionistas procedentes de la evolución monetaria están contenidas, todavía sigue siendo válida. Sin embargo, el fortalecimiento gradual del crecimiento monetario y del crédito está frenando la reversión de la liquidez anteriormente acumulada. Esto, junto con la mejora de la confianza y la ma-

Gráfico 8 Contrapartidas de M3

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



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.

yor disposición a gastar que podría registrarse posteriormente, podría traducirse en presiones al alza sobre los precios de consumo.

2.2 EMISIONES DE VALORES

El crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro repuntó ligeramente en enero de 2011, debido al incremento de la emisión por parte del sector público y de las instituciones financieras distintas de las IFM. En cambio, la tasa de crecimiento interanual de la emisión de valores distintos de acciones por parte de las sociedades no financieras continuó la tendencia a la baja registrada durante el pasado año, aunque se mantuvo en cotas elevadas. La moderación de la emisión de este tipo de valores por parte del sector de sociedades no financieras puede deberse, en cierta medida, a la normalización de la demanda de préstamos bancarios observada en los últimos meses. La tasa de crecimiento interanual de la emisión de acciones cotizadas se mantuvo estable, en general, en un nivel moderado.

VALORES DISTINTOS DE ACCIONES

La tasa de crecimiento interanual de la emisión de valores distintos de acciones por residentes en la zona del euro aumentó ligeramente y se situó en el 3,8% en enero de 2011, en comparación con el 3,6% del mes precedente (véase cuadro 4). Aunque el ritmo de contracción de la emisión de valores distintos de acciones a corto plazo se desaceleró y fue del -6,1% en enero, la tasa de crecimiento interanual de la emisión a largo plazo aumentó desde el 4,9% de diciembre de 2010 hasta el 5% en enero de 2011. La tasa de crecimiento semestral anualizada y desestacionalizada de la emisión de valores distintos de acciones, que capta mejor las tendencias a corto plazo, se elevó hasta el 5,2% en enero de 2011, desde el 4,5% de diciembre de 2010. Esto se debió, fundamentalmente, al acusado incremento de la emisión por parte de las IFM, que aumentó en más de dos puntos porcentuales con respecto al mes anterior (véase gráfico 9). El crecimiento del endeudamiento de las Administraciones Públicas prácticamente no se modificó y fue del 8,2%, permaneciendo, por tanto, en un nivel particularmente elevado. Utilizando la misma medida, la emisión por parte de las sociedades no financieras experimentó un ligero descenso, hasta el 6,4%.

Cuadro 4 Valores emitidos por residentes en la zona del euro

Sector emisor	Saldo vivo (mm de euros) Enero 2011	Tasas de crecimiento interanual ¹⁾					
		2010 I	2010 II	2010 III	2010 IV	2010 Dic	2011 Ene
Valores distintos de acciones:	15.950	6,5	4,7	3,5	3,7	3,6	3,8
IFM	5.297	1,6	0,6	-0,5	0,0	-0,2	-0,1
Instituciones financieras no monetarias	3.310	7,6	3,2	1,2	1,7	2,2	2,4
Sociedades no financieras	829	14,7	15,1	10,3	8,3	7,6	7,2
Administraciones Públicas	6.514	9,9	8,3	7,6	7,5	7,4	7,5
De las cuales:							
Administración Central	6.074	9,9	8,1	7,1	6,9	6,8	7,1
Otras Administraciones Públicas	440	10,5	11,4	15,3	16,2	15,9	14,0
Acciones cotizadas:	4.758	2,9	2,5	1,8	1,7	1,3	1,3
IFM	514	8,3	6,6	5,2	6,6	6,5	6,2
Instituciones financieras no monetarias	362	5,4	5,2	4,3	3,4	0,6	1,8
Sociedades no financieras	3.881	1,9	1,5	1,0	0,8	0,7	0,6

Fuente: BCE.

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

En los últimos meses, las actividades de refinanciación siguieron concentrándose en la emisión a largo plazo, en particular a tipos de interés fijos. La tasa de crecimiento interanual de la emisión de valores distintos de acciones a largo plazo y a tipo de interés fijo continuó siendo estable, en general, y fue del 7 % en enero. Al mismo tiempo, la emisión de este tipo de valores a largo plazo y a tipo de interés variable aumentó hasta situarse en torno al 1 % en enero, manteniéndose por tanto en niveles positivos por tercer mes consecutivo.

Desde una perspectiva sectorial, el crecimiento interanual de la emisión de valores distintos de acciones por las Administraciones Públicas y por las instituciones financieras distintas de las IFM se incrementó en enero. En cambio, la emisión por parte de las sociedades no financieras siguió disminuyendo, continuando la tendencia a la baja observada el año pasado. El aumento interanual de la emisión de valores distintos de acciones por las sociedades no financieras de la zona del euro cayó hasta el 7,2 % en enero, desde el 7,6 % del mes precedente. El menor ritmo de contracción de la emisión de valores distintos de acciones a corto plazo quedó contrarrestado, en parte, por la disminución de la emisión a largo plazo. La moderación en curso de la emisión de valores distintos de acciones por las sociedades no financieras puede reflejar, en parte, la normalización de la demanda de préstamos bancarios registrada en los últimos meses, así como la utilización de fuentes de financiación alternativas como el crédito comercial (véase recuadro 2).

El endeudamiento del sector público continuó siendo elevado. El crecimiento interanual de la emisión de valores distintos de acciones por las Administraciones Públicas se mantuvo estable, en general, situándose en el 7,5 % en enero. La tendencia a la baja que comenzó en septiembre de 2009 parece haberse estabilizado. La intensa actividad registrada en la emisión de este tipo de valores por parte del citado sector se debe a que las necesidades de financiación del sector público de la zona del euro todavía son considerables.

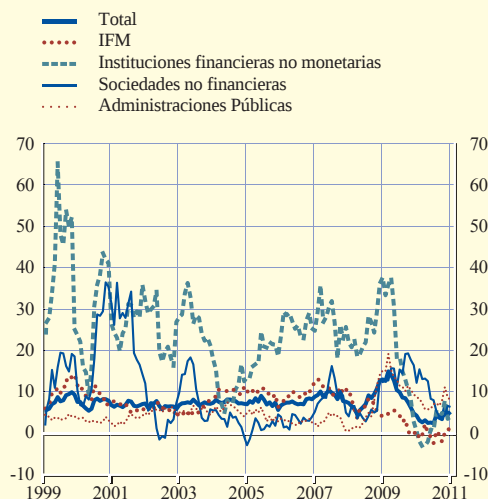
En cuanto al sector financiero, la tasa de crecimiento interanual de la emisión de valores distintos de acciones por las IFM se mantuvo prácticamente invariable en enero, justo por debajo de cero. No obstante, la emisión neta de valores distintos de acciones a corto plazo ha mostrado ciertas señales de recuperación, ya que pasó a situarse en niveles positivos en el cuarto trimestre de 2010, posiblemente como consecuencia de la mejora observada en el acceso a la financiación para las entidades de crédito de la zona del euro. Por último, la tasa de crecimiento interanual de la emisión de valores distintos de acciones por las instituciones financieras distintas de las IFM aumentó desde el 2,2 % registrado en diciembre de 2010 hasta el 2,4 % de enero de 2011.

ACCIONES COTIZADAS

La tasa de crecimiento interanual de la emisión de acciones cotizadas por parte de residentes en la zona del euro se mantuvo estable, en general, en enero, en el 1,3 %, ya que la disminución de la emisión de

Gráfico 9 Detalle por sectores de los valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro

(tasas de crecimiento semestrales anualizadas desestacionalizadas)

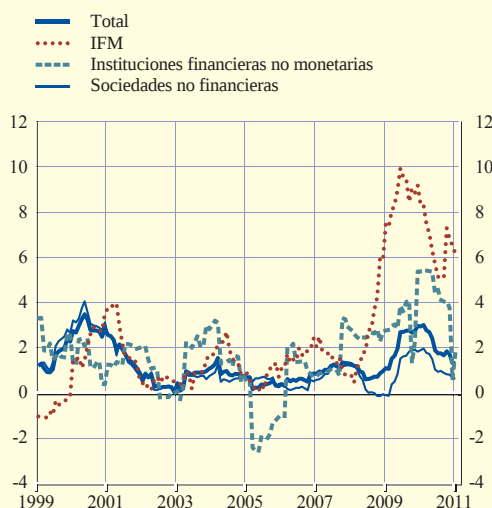


Fuente: BCE.

acciones por parte de las IFM se vio compensada por el aumento de la de las instituciones financieras distintas de las IFM (véase gráfico 10). Ciertamente, la tasa de crecimiento interanual de la emisión de acciones por parte de las IFM cayó hasta situarse en el 6,2% en enero de 2011, desde el 6,5% de diciembre de 2010. La emisión de acciones por parte de este sector siguió siendo elevada, habida cuenta de los esfuerzos que actualmente están realizando muchas entidades de crédito de la zona del euro por fortalecer sus balances reforzando sus bases de capital. Al mismo tiempo, la tasa de crecimiento interanual de la emisión de acciones cotizadas por parte de las instituciones financieras distintas de las IFM se elevó desde el 0,6% de diciembre hasta el 1,8% de enero. El crecimiento interanual de la emisión de acciones cotizadas por las sociedades no financieras se redujo ligeramente, hasta el 0,6%.

Gráfico 10 Detalle por sectores de las acciones cotizadas emitidas por residentes en la zona del euro

(tasas de crecimiento interanual)



Fuente: BCE.

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

Recuadro 2

LA UTILIZACIÓN DEL CRÉDITO COMERCIAL POR PARTE DE LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS DE LA ZONA DEL EURO

El crédito comercial desempeña un papel importante en la financiación externa y en la gestión de tesorería de las empresas. Existen dos aspectos relacionados con la utilización del crédito comercial por parte de las empresas, y ambos están interrelacionados con la necesidad de financiar la producción. Para los proveedores de bienes intermedios, la empresa que recibe estos bienes es un cliente, y su crédito comercial pendiente de pago a los proveedores constituye una forma de financiación, mientras que, por el contrario, para la empresa que actúa de proveedor de otras empresas, su crédito comercial pendiente de cobro es una variable *proxy* de cuánto presta a sus clientes.

En este recuadro se presentan algunas regularidades empíricas sobre el crédito comercial pendiente de pago y de cobro utilizado por las sociedades no financieras de la zona del euro y se analiza su papel en la crisis reciente, en la que parece haber desempeñado un papel amortiguador en momentos en los que las empresas se encontraron con dificultades para obtener financiación externa de las entidades de crédito.

Ventajas de la utilización del crédito comercial por parte de las sociedades no financieras

En varios aspectos, el crédito comercial puede considerarse equivalente a los préstamos a corto plazo concedidos por los proveedores a sus clientes comerciales en el contexto de un acuerdo para adquirir

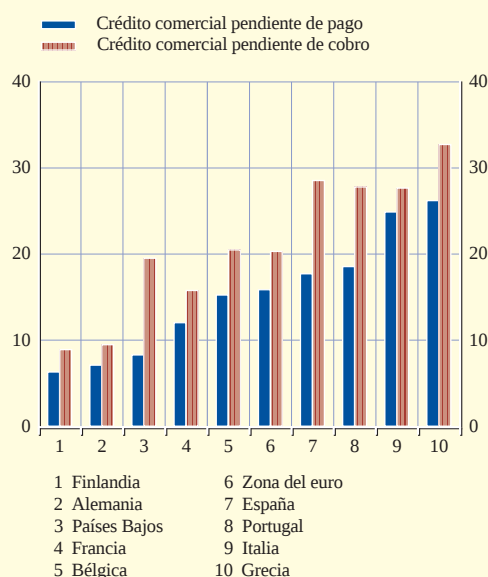
sus productos y liquidar el pago posteriormente. Este crédito se crea automáticamente cuando los clientes aplazan el pago de las facturas de sus proveedores.

Aunque el crédito comercial suele ser más costoso para el prestatario que la financiación a través del sistema bancario (especialmente cuando los clientes no utilizan el descuento¹ que normalmente se ofrece por pronto pago), no obstante, en general, es usado por las empresas de la zona del euro. Las teorías sobre el crédito comercial relacionan principalmente el uso del crédito comercial pendiente de pago con determinados tipos de imperfecciones de los mercados, en particular con la información asimétrica en los mercados a lo largo de la cadena de producción, pero también con otras clases de fricciones en los mercados de crédito². La línea de razonamiento suele ser la siguiente: algunas empresas (generalmente pequeñas empresas con garantías limitadas) no pueden conseguir préstamos bancarios porque a la entidad de crédito le resulta demasiado costoso realizar un seguimiento de ellas. En cambio, para los proveedores de esas empresas, los costes de seguimiento y de negociación pueden ser más reducidos en el contexto de una relación a largo plazo, ya que frecuentemente realizan negocios con las pequeñas empresas y también pueden paralizar el suministro de bienes a dichas empresas o recuperarlos en caso de incumplimiento de la obligación de reembolso. Las ventajas de información y de negociación mencionadas que tiene un proveedor con respecto a una entidad de crédito podrían proporcionarles a este la oportunidad de conceder crédito al comprador incluso si ese comprador no le parece solvente a la entidad de crédito.

En la práctica, el recurso al crédito comercial pendiente de pago y de cobro por parte de las empresas presenta considerables diferencias en los distintos países, sectores de actividad y tamaños de empresa de la zona del euro. En el gráfico A se muestra el nivel de crédito comercial en algunos países de la zona para un amplio conjunto de datos de sociedades no financieras que han presentado información sobre su utilización del crédito comercial en el período comprendido entre 1993 y 2009. Para las empresas de la muestra, el crédito comercial parece estar relativamente más extendido en los países mediterráneos, en los que alcanza entre el 20 % y el 30 % de las ventas. Las diferencias entre los distintos países

Gráfico A Crédito comercial pendiente de pago y de cobro, en promedio, en el período 1993-2009

(porcentaje de ventas)



1 Por ejemplo, una forma habitual de crédito comercial es «2/10 neto 30», donde «2/10» quiere decir que el comprador obtiene un descuento del 2 % si efectúa el pago en un plazo de diez días, y «neto 30» significa que, en caso de que el comprador no se acoja al descuento del 2 % por pago en un plazo de diez días, el pago total debe efectuarse en un plazo de 30 días. El hecho de que, en algunos casos, el comprador prefiera aplazar el pago otros 20 días, en lugar de aceptar el 2 % de descuento, define un tipo de interés anual implícito del 43,9 % (véase C. Ng, J. Smith y R. Smith, «Evidence on the determinants of credit terms used in interfirm trade», *Journal of Finance*, vol. 54, pp. 1109-1129, 1999).

2 Véase M. A. Petersen, y R. G. Rajan, «Trade Credit: Theories and Evidence», *Review of Financial Studies*, vol. 10, n.º 3, 1997, pp. 661-691, A. Guariglia y S. Mateut, «Credit Channel, trade credit channel and inventory investment: Evidence from a panel of UK firms», *Journal of Banking and Finance*, vol. 30, n.º 10, 2006, pp. 2835-2856, y más recientemente, L. Klapper, L. Laeven, y R. Rajan, «Trade Credit Contracts», *World Bank Policy Research Working Paper*, n.º 5328, 2010.

Fuente: Amadeus bureau van Dijk Electronic Publishing y cálculos del BCE.

Nota: Basado en un panel incompleto de 950.000 empresas que informan de su utilización del crédito comercial pendiente de pago.

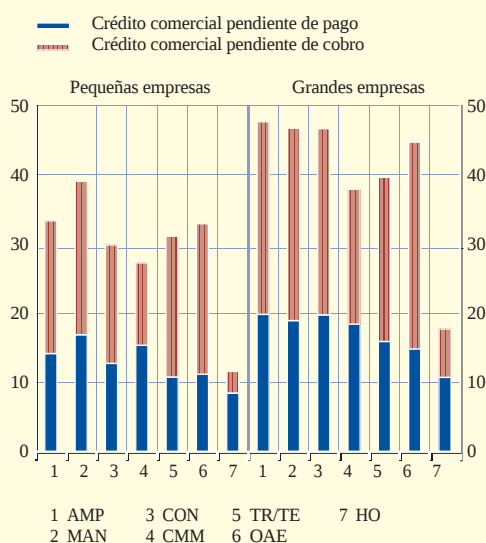
pueden deberse a la heterogeneidad de las estructuras institucionales³ y de las condiciones de pago del crédito comercial. Los plazos efectivos de pago son más prolongados en España, Portugal, Italia y Grecia (oscilando entre 64 y 94 días para las sociedades no financieras de la base de datos) que en los demás países (en los que el plazo medio es de unos 35 días). Al mismo tiempo, los plazos iniciales de pago en el primer grupo de países suelen ser más largos, la disponibilidad de descuentos es más limitada y es frecuente que no se impongan sanciones en caso de demora en el pago.

Desde la perspectiva del tamaño de las empresas, el crédito comercial es especialmente importante para las pequeñas y medianas empresas, especialmente en épocas de tensiones financieras, en las que las empresas tienen más dificultades para obtener financiación a través de las entidades de crédito. No obstante, el crédito comercial también es ampliamente utilizado por las grandes empresas, aunque fundamentalmente como herramienta de gestión de tesorería: al aplazar los pagos, las empresas pueden ajustar mejor su flujo de efectivo a sus necesidades (véase gráfico B).

Además de obtener crédito de sus proveedores, las empresas, simultáneamente, ofrecen crédito comercial a sus clientes. De hecho, la mayor parte de las empresas tienen mayores cantidades de crédito comercial pendiente de cobro que de crédito comercial pendiente de pago. Las empresas utilizan el crédito comercial pendiente de cobro como una herramienta de discriminación implícita de los precios de los distintos proveedores en casos en los que no es posible discriminar directamente en función de los precios, debido, por ejemplo, a restricciones legales. En estos casos, las empresas con una posición de mercado más fuerte pueden optar por recurrir en mayor medida al crédito comercial pendiente de cobro, vendiendo a crédito a los clientes con el fin de mejorar su posición competitiva en el mercado. Por último, las empresas conceden más crédito comercial pendiente de pago a clientes que se encuentran temporalmente en dificultades. Esto también aumenta sus ventas, ya que, de lo contrario, el cliente en dificultades no podría comprar sus bienes⁴. Otra regularidad empírica es que el crédito comercial está más extendido en sectores en los que hay un bien físico involucrado en la operación, aunque también desempeña un papel en la prestación de servicios (véase gráfico B).

Gráfico B Crédito comercial pendiente de pago y de cobro, en promedio, por sectores y tamaños de empresa en el período 1993-2009

(porcentaje de ventas)



Fuente: Amadeus bureau van Djik Electronic Publishing y cálculos del BCE.

Notas: Basado en un panel incompleto de 950.000 empresas que informan de su utilización del crédito comercial pendiente de pago. AMP se refiere a la agricultura, minería y pesca, MAN a las manufacturas, CON a la construcción, CMM al comercio minorista y mayorista, TR/TE al transporte y las telecomunicaciones, OAE a otras actividades empresariales y HO a la hostelería.

3 Una posible explicación de esto es que el crédito comercial debería ser más importante que el crédito bancario cuando la protección del prestatario es menor, porque el efectivo se desvía fácilmente, mientras que es más difícil en el caso de los bienes intermedios, y la falta de liquidez de estos bienes facilita el crédito comercial (véase M. Burkart y T. Ellingsen, «In-Kind Finance: A Theory of Trade Credit», *American Economic Review*, vol. 94, n.º 3, 2004, pp. 569-590). Esto es válido, en particular, en los países con sistemas jurídicos basados en el derecho civil francés.

4 Véase V. Cunat, «Trade Credit: Suppliers as Debt Collectors and Insurance Providers», *Review of Financial Studies*, vol. 20, n.º 2, 2007, pp. 491-527.

Evolución del crédito comercial durante la crisis reciente

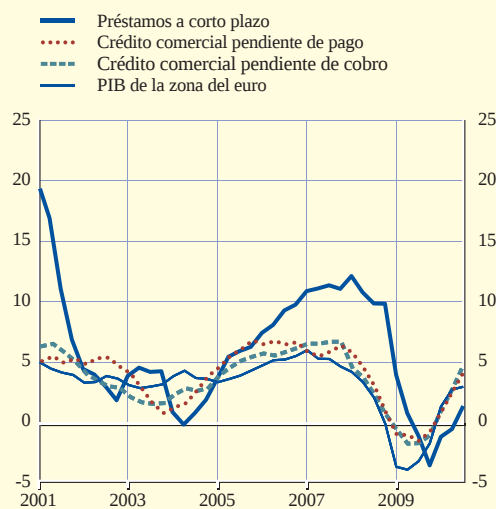
En los últimos años, el crédito comercial pendiente de pago y el crédito comercial pendiente de cobro de las sociedades no financieras de la zona del euro han evolucionado, en general, en consonancia con el ciclo económico, confirmando con ello su patrón típicamente procíclico, ya que esta evolución está estrechamente relacionada con el intercambio de bienes y servicios y, por tanto, con la actividad económica (véase gráfico C). Durante la reciente desaceleración económica, las tasas de crecimiento interanual del crédito comercial pendiente de pago y del crédito comercial pendiente de cobro de las sociedades no financieras de la zona se redujo considerablemente, cayendo desde máximos del 6,4 % y el 6,7 %, respectivamente, en el cuarto trimestre de 2007, hasta mínimos históricos del -1,5 % y el -1,7 %, respectivamente, en el tercer trimestre de 2009. El crédito comercial pendiente de pago y el crédito comercial pendiente de cobro han seguido una evolución paralela, ya que una proporción elevada

de las transacciones son operaciones internas del sector de sociedades no financieras. El hecho de que la disminución del crecimiento interanual del crédito comercial pendiente de pago entre las sociedades no financieras haya sido menos pronunciada que la registrada en el crecimiento del PIB nominal puede indicar que el crédito comercial entre empresas ha desempeñado un papel amortiguador durante la desaceleración. En cuanto a los pagos anticipados, los proveedores de bienes y servicios pueden exigir más pagos a cuenta a sus compradores porque puede que tengan que financiar su proceso de producción con esos pagos, en lugar de a través de préstamos bancarios. A este respecto, el crédito comercial pendiente de pago también puede servir de sustituto en caso de que no haya disponibilidad de financiación externa (bancaria o de otro tipo). Ciertamente, el gráfico C sugiere que el crédito comercial pendiente de pago comenzó a recuperarse bastante antes y más rápido que los préstamos a corto plazo.

El análisis de la evolución del crédito comercial pendiente de pago en relación con los préstamos bancarios durante el ciclo económico permite obtener información adicional sobre la capacidad de las empresas para sustituir los préstamos bancarios por el crédito comercial. El saldo vivo de crédito comercial con respecto al de los préstamos bancarios ha disminuido constantemente desde el año 2000, lo que puede deberse tanto a las condiciones favorables del crédito bancario predominantes entre 2004 y 2006 como a la aplicación gradual de la Directiva 2000/35/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 29 de junio de 2000, por la que se establecen medidas de lucha contra la morosidad en las operaciones comerciales⁵, que entró en vigor en 2002. En el período transcurrido entre marzo

Gráfico C Crédito comercial, préstamos a corto plazo y PIB de la zona del euro

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat y BCE.

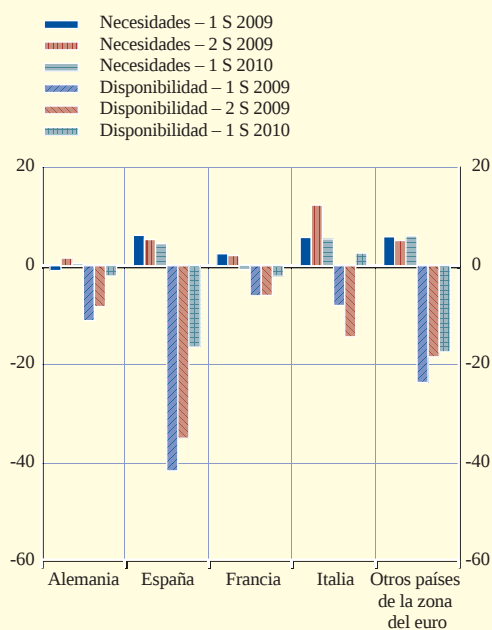
Notas: Las tasas de variación interanual se calculan como la suma de cuatro trimestres de las operaciones con respecto a los saldos vivos cuatro trimestres antes. El BCE estima el crédito comercial pendiente de cobro y de pago sobre la base de información parcial. Las tasas de variación interanual del PIB de la zona del euro se expresan en precios corrientes desestacionalizados.

5 Diario Oficial de la Unión Europea, L 200, 8 de agosto de 2000, pp. 35-38. La Directiva impone un plazo de pago fijo de 30 días (salvo que se especifique otra cosa en el contrato), el tipo de interés legal de los pagos vencidos (que es equivalente al tipo de interés que aplica el BCE en sus operaciones principales de financiación más el 7 % anual) y los costes de cobro.

de 2000 y diciembre de 2009, esta ratio se redujo desde el 46 % hasta el 31 %, pero posteriormente comenzó a aumentar, lo que indicó que las empresas que no lograron conseguir financiación de las entidades de crédito recurrieron a sus proveedores para obtener crédito. Además, el crédito comercial pendiente de cobro también se ha incrementado algo más rápido que el crédito comercial pendiente de pago, lo que apunta a que, en términos netos, las sociedades no financieras también están concediendo el crédito a sus clientes, aunque solo un poco. Aunque la información disponible es escasa, hay algunas indicaciones de que las pequeñas y las medianas empresas han utilizado de manera creciente el crédito comercial para superar sus dificultades de financiación desde 2009. Según las empresas participantes en la encuesta del BCE sobre el acceso a la financiación de las pequeñas y medianas empresas, su necesidad de crédito comercial como fuente de financiación externa alcanzó un máximo en los países más importantes de la zona del euro en el segundo semestre de 2009, pero posteriormente se redujo, ya que dicha necesidad se compensó con la mayor disponibilidad de crédito comercial en ese mismo período (véase gráfico D).

Gráfico D Variación de las necesidades y de la disponibilidad de crédito comercial de las pequeñas y medianas empresas en algunos países de la zona del euro

(con respecto a los seis meses anteriores; porcentaje neto)



Fuente: Encuesta de la UE y el BCE sobre el acceso a la financiación de las pequeñas y medianas empresas.

Nota: El porcentaje neto se define como la diferencia entre una mejora y un deterioro de las necesidades y de la disponibilidad con respecto a los seis meses anteriores.

2.3 TIPOS DE INTERÉS DEL MERCADO MONETARIO

Los tipos de interés del mercado monetario volvieron a incrementarse entre principios de marzo y comienzos de abril de 2011, alcanzando los tipos de interés a doce meses niveles observados por última vez en marzo de 2009. Durante el tercer período de mantenimiento de 2011, que comenzó el 9 de marzo, el EONIA se mantuvo relativamente estable, aunque por debajo del tipo de interés fijo de las operaciones principales de financiación.

Los tipos de interés del mercado monetario sin garantías aumentaron entre principios de marzo y comienzos de abril de 2011, reflejando la revisión al alza de las expectativas de los participantes en el mercado acerca de los tipos de interés tras la reunión del Consejo de Gobierno del 3 de marzo y de la aparición de riesgos alcistas para la estabilidad de precios. El 6 de abril, los tipos EURIBOR a un mes, a tres meses, a seis meses y a doce meses se situaron en el 1,01 %, el 1,27 %, el 1,58 % y el 2,03 %, respectivamente, es decir unos 15, 17, 20 y 26 puntos básicos por encima de los niveles del 2 de marzo. 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, experimentó un acusado incremento, de 11 puntos básicos, y el 6 de abril se situó en 102 puntos básicos (véase gráfico 11).

Entre el 2 de marzo y el 6 de abril, el tipo de interés del mercado monetario obtenido del índice de los *swaps* del EONIA a tres meses aumentó algo más que el tipo sin garantías correspondiente. El 6 de abril, el tipo *swap* del EONIA a tres meses se situó en el 1,04%, 20 puntos básicos por encima del registrado el 2 de marzo. En consecuencia, el diferencial entre el EURIBOR a tres meses sin garantías y el tipo *swap* del EONIA al mismo plazo se redujo hasta 23 puntos básicos el 6 de abril, 3 puntos básicos por debajo del nivel del 2 de marzo.

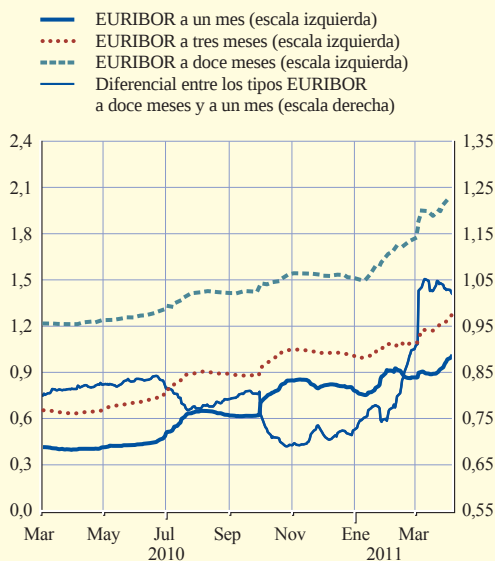
El 6 de abril, los tipos de interés implícitos en los precios de los futuros del EURIBOR a tres meses con vencimiento en junio, septiembre y diciembre de 2011 y marzo de 2012 se situaron en el 1,53%, el 1,86 %, el 2,13 % y el 2,38 %, respectivamente, lo que representa aumentos de unos 8, 13, 18 y 22 puntos básicos, en comparación con los niveles observados el 2 de marzo. El hecho de que los incrementos más acusados se registraran en los plazos de vencimiento más largos implica un aumento de la pendiente de la curva *forward*.

El EONIA fue menos volátil entre el 2 de marzo y 6 de abril que a principios de 2011. El 2 de marzo, fecha próxima al final del segundo período de mantenimiento de 2011, el EONIA se situó en el 0,47 %, y comenzó el tercer período de mantenimiento del año en un nivel más alto, alcanzando el 0,84 % el 9 de marzo, antes de moderarse gradualmente y situarse en el 0,56 % el 6 de abril. Este patrón, según el cual el EONIA se sitúa en cotas más elevadas al principio del período de mantenimiento, antes de descender hacia el final del período, está determinado por el deseo de los participantes en el mercado de adelantar la provisión de liquidez. Este patrón fue más evidente que en los dos primeros períodos de mantenimiento de 2011, que estuvieron asociados a niveles más altos de volatilidad. No obstante, el nivel medio del EONIA todavía fue superior en los tres primeros períodos de mantenimiento del año que en el último período de mantenimiento de 2010, como consecuencia de unas condiciones de liquidez más restrictivas que fueron resultado de la caída de la demanda en las operaciones de financiación, junto con un recurso continuado a la facilidad de depósito. En el tercer período de mantenimiento de 2011, este patrón también se vio influenciado por los efectos de fin de trimestre, que hicieron que el EONIA aumentara hasta situarse en un máximo del 0,9 % el 31 de marzo (véase gráfico 12).

El Eurosistema llevó a cabo varias operaciones de financiación entre el 2 marzo y el 6 de abril. El 8 de marzo, el Eurosistema efectuó una operación de ajuste en la que se absorbieron 95,8 mm de euros, con el fin de compensar el superávit de liquidez observado al final del segundo período de mantenimiento de 2011. En las operaciones principales de financiación del tercer período de mantenimiento, realizadas los días 8, 15, 22 y 29 de marzo y 5 de abril, el Eurosistema adjudicó 111,3 mm de euros, 100,5 mm de euros, 89,4 mm de euros, 100,4 mm de euros y 84,5 mm de euros, respectivamente, y también llevó a cabo dos operaciones de financiación a plazo más largo en marzo, aplicando un procedimiento de subasta a tipo de interés fijo con adjudicación plena en ambas: una operación a plazo especial el 8 de marzo con plazo de vencimiento de un período de mantenimiento (en la que se adjudicaron 82,5 mm de euros), y una operación de financiación a plazo

Gráfico 11 Tipos de interés del mercado monetario

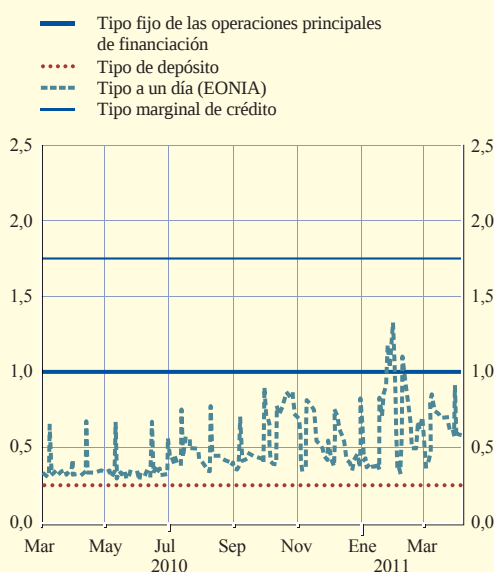
(porcentaje; puntos porcentuales; datos diarios)



Fuentes: BCE y Thomson Reuters.

**Gráfico 12 Tipos de interés del BCE
y tipo de interés a un día**

(porcentajes; datos diarios)



Fuentes: BCE y Thomson Reuters.

más largo a tres meses el 30 de marzo (en la que se adjudicaron 129,5 mm de euros). Además, el Euro-sistema realizó cinco operaciones de absorción de liquidez a una semana los días 8, 15, 22 y 29 de marzo y 5 de abril, aplicando un procedimiento de subasta a tipo de interés variable con un tipo máximo de puja del 1 %. En la última de estas tres operaciones, el Eurosistema absorbió 77 mm de euros, que corresponde al importe de las adquisiciones realizadas en el marco del programa para los mercados de valores, teniendo en cuenta las operaciones efectuadas hasta el 1 de abril, inclusive.

En consonancia con los niveles de exceso de liquidez relativamente reducidos registrados durante el período de mantenimiento que comenzó el 9 de marzo, el recurso medio diario a la facilidad de depósito volvió a caer hasta situarse en 20,4 mm de euros en el período comprendido entre el 9 de marzo y el 6 de abril, frente a los 26,9 mm de euros observados en el período de mantenimiento anterior, que comenzó el 9 de febrero y finalizó el 8 de marzo.

2.4 MERCADOS DE RENTA FIJA

En el transcurso del mes de marzo y a principios de abril, el rendimiento de la deuda pública a largo plazo con calificación crediticia AAA de la zona del euro y de Estados Unidos se elevó ligeramente de forma generalizada. La evolución económica positiva de ambas áreas económicas siguió propiciando el aumento del rendimiento de la deuda pública en marzo. Sin embargo, esta evolución se vio contrarrestada, en parte, por las tensiones que se observan en el Norte de África y Oriente Medio, y por el devastador terremoto que asoló Japón a comienzos de marzo. En ese mismo mes, estos acontecimientos provocaron desplazamientos de fondos hacia activos más seguros y un aumento de la volatilidad en los mercados financieros, aunque su impacto parece haber sido pasajero, al apreciarse ya escasamente en el rendimiento de la deuda pública y en la volatilidad implícita de los mercados de renta fija a primeros de abril. Los diferenciales de rendimiento de la deuda soberana entre países de la zona del euro volvieron a ampliarse para Grecia y Portugal. Las tasas de inflación implícitas a largo plazo registradas al inicio de abril siguen indicando que las expectativas de inflación permanecen firmemente ancladas.

En el transcurso del mes de marzo y a principios de abril, el rendimiento de la deuda pública a largo plazo con calificación crediticia AAA de la zona del euro y de Estados Unidos aumentó en torno a 20 puntos básicos y 10 puntos básicos, respectivamente, situándose en ambos casos en el 3,6% el 6 de abril (véase gráfico 13). 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 estrechó ligeramente en el período analizado. La volatilidad implícita de los mercados de renta fija de las dos áreas económicas disminuyó entre finales de febrero y comienzos de abril, aunque sigue siendo elevada en ambos mercados. En Japón, el rendi-

miento de la deuda pública a diez años se mantuvo prácticamente sin cambios en torno al 1,3% en el período de referencia.

Las tensiones políticas que se registran en el Norte de África y Oriente Medio y el devastador terremoto que asoló Japón a principios de marzo provocaron desplazamientos de fondos hacia activos más seguros que ejercieron presiones a la baja sobre el rendimiento de la deuda pública en la zona del euro y en Estados Unidos. En consecuencia, se ha detenido la tendencia al alza del rendimiento de la deuda pública a largo plazo con calificación crediticia AAA de la zona del euro, que se venía observando desde septiembre de 2010 y que estuvo determinada, principalmente, por las mejores perspectivas económicas. En Estados Unidos, la publicación de datos económicos positivos impulsó también la tendencia al alza del rendimiento de la deuda pública a largo plazo.

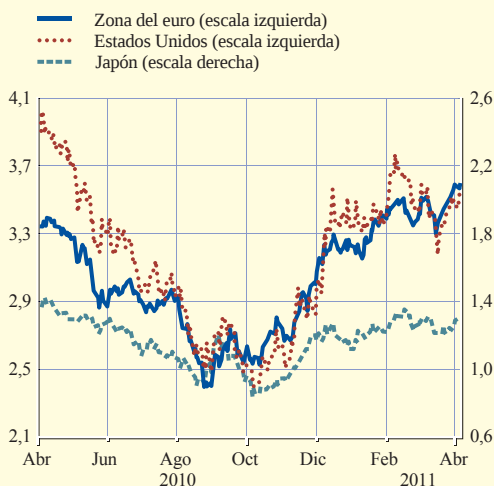
La volatilidad de los mercados de renta fija de la zona del euro y de Estados Unidos aumentó al inicio de marzo, como resultado, fundamentalmente, de los desplazamientos de fondos hacia activos más seguros provocados por el terremoto de Japón y por los temores respecto a un accidente nuclear de gran magnitud. A finales de marzo y primeros de abril, se revirtieron los anteriores aumentos de la volatilidad y se afianzó la tendencia a la baja de la volatilidad de los mercados de renta fija, que había comenzado a manifestarse en el cuarto trimestre de 2010.

Los mercados de deuda soberana continuaron registrando fuertes tensiones en algunos países. En marzo, las agencias de calificación rebajaron en varios grados la calificación crediticia de la deuda soberana de Portugal, Grecia y España. El diferencial de rendimiento de la deuda pública griega frente a Alemania se mantuvo en niveles similares a los observados en mayo de 2010, cuando empezaron a intensificarse las tensiones en los mercados de deuda soberana. Los diferenciales de rendimiento de Portugal e Irlanda están actualmente muy por encima de los registrados en mayo de 2010. Las tensiones que reflejaban la incertidumbre de los participantes en el mercado respecto al ámbito y al tamaño de la Facilidad Europea de Estabilización Financiera disminuyeron, después de que los Jefes de Estado y de Gobierno de los países de la zona del euro acordaran, a mediados de marzo, incrementar la capacidad efectiva de préstamo de dicha Facilidad, desde 250 mm de euros hasta 440 mm de euros, y fijar la capacidad efectiva de préstamo del futuro Mecanismo Europeo de Estabilidad en 500 mm de euros. Posteriormente, los diferenciales de rendimiento de la deuda pública frente a Alemania se estrecharon para todos los países de la zona del euro, excepto Portugal y Grecia. El diferencial de rendimiento de la deuda pública española frente a Alemania se estrechó en marzo, pese a la rebaja de la calificación de la deuda soberana de España realizada por una agencia de calificación crediticia.

En el período examinado, el rendimiento de los bonos a diez años indicados con la inflación de la zona del euro ascendió levemente, mientras que el rendimiento real de los correspondientes bonos a cinco años aumentó 20 puntos básicos (véase gráfico 14). El 6 de abril, el rendimiento real *spot* a cinco y diez años se situó en el 0,7% y el 1,4%, respectivamente. En el período considerado, las tasas de inflación implícitas

Gráfico 13 Rendimiento de la deuda pública a largo plazo

(porcentaje; datos diarios)

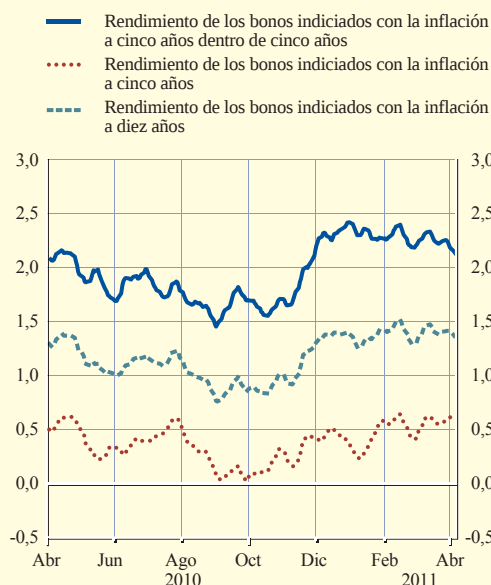


Fuentes: Bloomberg y Thomson Reuters.

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.

Gráfico 14 Rendimiento de los bonos de cupón cero indicados con la inflación en la zona del euro

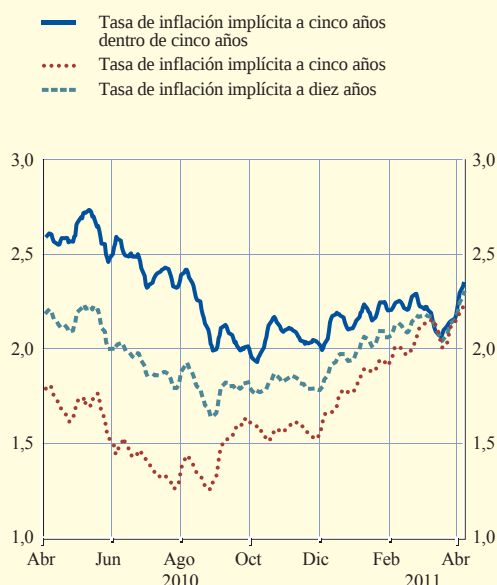
(porcentaje; medias móviles de cinco días de datos diarios; datos desestacionalizados)



Fuentes: Thomson Reuters y cálculos del BCE.

Gráfico 15 Tasas de inflación implícitas de cupón cero de la zona del euro

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



Fuentes: Thomson Reuters y cálculos del BCE.

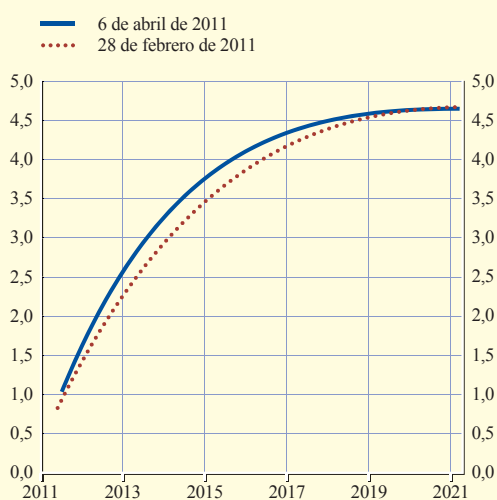
forward a cinco años dentro de cinco años de la zona del euro se elevaron ligeramente, hasta situarse en el 2,3 % el 6 de abril (véase gráfico 15). Junto con el tipo *forward* de los *swaps* indicados con la inflación a cinco años dentro de cinco años, que se sitúa en torno al 2,4 %, ello indica que las expectativas de inflación de los participantes en el mercado permanecen firmemente ancladas.

La estructura 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 16). En comparación con finales de febrero, la estructura temporal de los tipos *forward* a corto plazo para vencimientos inferiores a cinco años se ha desplazado al alza unos 20 puntos básicos, reflejo de las revisiones de las expectativas de tipos de interés a corto plazo.

Los diferenciales de renta fija privada de alta calidad emitida por el sector no financiero se mantu-

Gráfico 16 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.

vieron, en general, estables en marzo. Los actuales diferenciales de los bonos emitidos por el sector no financiero han vuelto a niveles próximos a los registrados antes de la crisis, reflejo de la mejora de las perspectivas económicas y de la menor probabilidad de quiebra de empresas. Esta situación contrasta con la observada a finales de 2008 y principios de 2009, cuando el coste de financiación de la deuda había alcanzado niveles muy superiores al ya elevado coste de financiación determinado por el deterioro de la percepción del riesgo de crédito. En marzo, los diferenciales de renta fija privada de alta calidad emitida por el sector financiero se estrecharon en todas las calificaciones crediticias. El descenso fue más acusado en los valores de renta fija con calificación BBB. No obstante, aunque el proceso de recapitalización bancaria ha ayudado ciertamente a reducir el riesgo de crédito en todo el sistema bancario (por ejemplo, en comparación con el período en que se produjo la quiebra de Lehman Brothers), los diferenciales son claramente más amplios que antes de la crisis.

2.5 TIPOS DE INTERÉS DE LOS PRÉSTAMOS Y DE LOS DEPÓSITOS

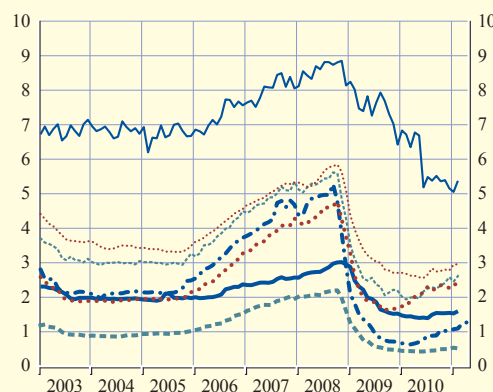
En febrero de 2011, la mayor parte de los tipos de interés de los préstamos concedidos por las IFM a las sociedades no financieras aumentaron en los plazos cortos y se mantuvieron prácticamente inalterados o se elevaron en los plazos largos. Del mismo modo, la gran mayoría de los tipos de interés de los préstamos concedidos por las IFM a los hogares se incrementaron ligeramente. En términos históricos, los tipos de interés aplicados por las IFM a los préstamos a hogares y a sociedades no financieras siguen siendo muy bajos en todos los plazos de vencimiento.

En febrero de 2011, los tipos de interés aplicados por las IFM a los depósitos a corto plazo se mantuvieron sin variación, tanto para los hogares como para las sociedades no financieras. La mayoría de los tipos de interés de los préstamos a corto plazo concedidos por las IFM a los hogares para adquisición de vivienda apenas se modificaron o registraron un aumento, mientras que los tipos de interés de los préstamos a corto plazo a las sociedades no financieras se incrementaron (véase gráfico 17). Más concretamente, los tipos de interés de los préstamos a corto plazo para adquisición de vivienda permanecieron sin cambios en el 3 %, mientras que, en febrero, los tipos de interés del crédito al consumo, que son más volátiles, se elevaron hasta el 5,4 %, frente al 5,1 % registrado en enero. Los tipos de interés medios de los descubiertos subieron ligeramente, hasta el 8,7 %. Por lo que respecta a las sociedades no financieras, los tipos de interés aplicados por las entidades de crédito a los préstamos a corto plazo por importe reducido (es decir, inferior a un millón de euros) y por importe elevado (es decir, superior a un millón de euros) aumentaron hasta el 3,6 % y el 2,6 %, respectivamente. Los tipos de

Gráfico 17 Tipos de interés a corto plazo aplicados por las IFM y tipo de mercado a corto plazo

(porcentaje; tipos de interés de las nuevas operaciones)

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



Fuente: BCE.

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

interés de los descubiertos se mantuvieron prácticamente inalterados en el 4 %. Con un incremento del EURIBOR de 7 puntos básicos en febrero de 2011, el diferencial entre los tipos de interés de los préstamos a corto plazo concedidos por las IFM y el tipo de interés a tres meses del mercado monetario apenas experimentó variaciones en el caso de los préstamos a hogares para adquisición de vivienda, y se amplió 15 puntos básicos en el de los préstamos a las sociedades no financieras (véase gráfico 18).

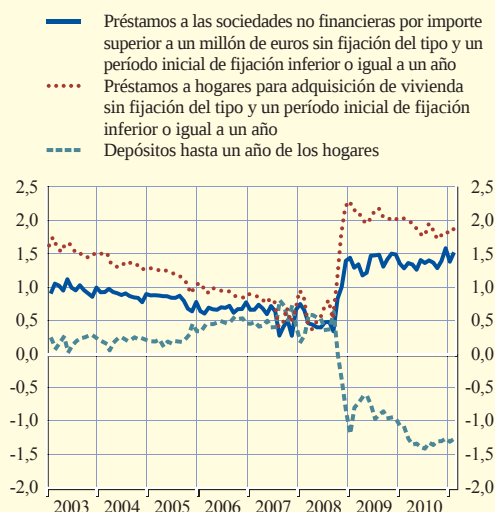
Si se adopta una perspectiva de más largo plazo, entre finales de septiembre de 2008 (es decir, justo antes de que se iniciara el ciclo de relajación de la política monetaria) y finales de febrero de 2011, los tipos de interés a corto plazo aplicados tanto a los préstamos a los hogares para adquisición de vivienda como a los concedidos a las sociedades no financieras registraron una disminución cercana a 300 puntos básicos, frente a un descenso de 400 puntos básicos del EURIBOR a tres meses, lo que indica que la transmisión de las variaciones en los tipos de mercado a los tipos de interés aplicados por las entidades de crédito a los préstamos fue significativa durante este período.

En cuanto a los vencimientos a más largo plazo, en febrero de 2011, los tipos de interés aplicados por las IFM a los depósitos a largo plazo se mantuvieron prácticamente sin cambios o se incrementaron ligeramente tanto para los hogares como para las sociedades no financieras. La mayor parte de los tipos de interés de los préstamos a largo plazo concedidos a las sociedades no financieras permanecieron, en general, estables, o registraron un aumento. Por el contrario, los de los préstamos a largo plazo a hogares para adquisición de vivienda experimentaron una subida (véase gráfico 19). Más concretamente, los tipos de interés de los préstamos a hogares para adquisición de vivienda con período inicial de fijación del tipo de más de cinco años y hasta diez años aumentaron unos 10 puntos básicos, hasta alcanzar el 4 %, manteniéndose, a pesar de ello, próximos a mínimos históricos. Por lo que se refiere a las sociedades no financieras, los tipos de interés medios aplicados a los préstamos por importe elevado con período inicial de fijación del tipo de más de cinco años permanecieron prácticamente sin cambios en el 3,8 %. Asimismo, los tipos medios de los préstamos por importe reducido con período inicial de fijación del tipo de más de cinco años se mantuvieron, en general, estables en el 4 %. Los tipos de interés medios aplicados a los préstamos tanto por importe elevado como por importe reducido con períodos iniciales de fijación del tipo de más de un año y hasta cinco años aumentaron en torno a 20 puntos básicos, hasta situarse en el 3,3 % y el 4,4 %, respectivamente.

Desde una perspectiva de más largo plazo, desde septiembre de 2008 las entidades de la zona del euro han ajustado los tipos de interés de los préstamos a largo plazo concedidos a las sociedades no financieras de manera más o menos acorde con el descenso registrado en el rendimiento de la deuda pública a largo plazo con calificación AAA. Los tipos de interés de los préstamos a largo plazo otorgados a los hogares

Gráfico 18 Diferenciales entre los tipos de interés a corto plazo aplicados por las IFM y el tipo a tres meses del mercado monetario

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



Fuente: BCE.

Notas: Los diferenciales de los préstamos se calculan como el tipo de interés de los préstamos y créditos menos el tipo a tres meses del mercado monetario, y los de los depósitos se calculan como el tipo a tres meses del mercado monetario menos el tipo de interés de los depósitos. Es posible que los datos a partir de junio de 2010 no sean totalmente comparables con los anteriores a esa fecha, debido a los cambios metodológicos derivados de la aplicación de los Reglamentos BCE/2008/32 y BCE/2009/7 (por los que se modifica el Reglamento BCE/2001/18).

no cayeron en la misma medida durante este período, lo que refleja una transmisión menos completa y más lenta en el caso de los hogares. Sin embargo, hasta hace poco, estos tipos de interés han seguido una tendencia a la baja, mientras que los tipos de interés de mercado han aumentado. En consecuencia, el diferencial entre los tipos de los préstamos a largo plazo concedidos a hogares y el rendimiento de la deuda pública a largo plazo con calificación AAA se ha estrechado desde agosto, y, en febrero, se situó en torno a 100 puntos básicos. En el caso de las sociedades no financieras, la tendencia al alza de los tipos de interés de los préstamos a largo plazo se ha moderado recientemente, dando lugar a un estrechamiento del diferencial frente a los rendimientos de la deuda a largo plazo.

Ponderados por el volumen de las nuevas operaciones, en febrero los tipos de interés medios aplicados por las entidades de crédito a los préstamos se incrementaron, mientras que los tipos medios de los depósitos se mantuvieron prácticamente estables, lo que ha provocado una ligera mejora del diferencial entre ambos. Este se mantiene justo por encima de los niveles recientes, históricamente bajos. Al igual que en los últimos meses, el diferencial medio entre los tipos de interés de los préstamos y los de los depósitos, para los saldos vivos, se mantuvo apenas sin cambios en febrero. Esta estabilidad del diferencial contribuye positivamente al margen de intermediación y a la rentabilidad de las entidades de crédito de la zona del euro.

2.6 MERCADOS DE RENTA VARIABLE

Durante el mes de marzo y a comienzos de abril de 2011, las cotizaciones bursátiles de la zona del euro y de Estados Unidos prácticamente no experimentaron variación. Las tensiones que afectan a los países del Norte de África y Oriente Medio y el devastador terremoto que sufrió Japón a principios de marzo contrarrestaron los efectos de la publicación de datos económicos positivos y del anuncio de beneficios en ese mismo mes. La incertidumbre en los mercados bursátiles, medida por la volatilidad implícita, experimentó un acusado aumento tras el terremoto de Japón, pero en los primeros días de abril, ya se había reducido hasta valores inferiores a los registrados a finales de febrero.

Las cotizaciones bursátiles de la zona del euro y de Estados Unidos prácticamente no experimentaron variación en marzo y comienzos de abril. En conjunto, entre el 1 de marzo y el 6 de abril, las cotizaciones de la zona, medidas por el índice Dow Jones EURO STOXX amplio, descendieron un 0,5 %, mientras que las de Estados Unidos, medidas por el índice Standard and Poor's 500, se incrementaron un 0,5 % (véase gráfico 20). Durante el mismo período, las cotizaciones bursátiles de Japón, medidas por el índice Nikkei 225, descendieron un 10 %.

Gráfico 19 Tipos de interés a largo plazo aplicados por las IFM y tipo de mercado a largo plazo

(porcentaje; tipos de interés de las nuevas operaciones)



Fuente: BCE.

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

La tendencia alcista casi ininterrumpida de las cotizaciones bursátiles que se inició a mediados 2010 llegó a su fin en marzo. No obstante, el dinamismo económico observado en la zona del euro y en Estados Unidos, que reflejan los datos económicos publicados y los anuncios de beneficios, siguió siendo positivo. En la zona del euro, los indicadores económicos de producción y demanda, incluidos los relativos al consumo de los hogares, fueron, en su mayoría, mejores de lo esperado, mientras que los basados en las encuestas de opinión, por ejemplo, los indicadores de confianza, siguen siendo favorables. En Estados Unidos, la publicación de datos muy positivos sobre empleo a principios de marzo hizo que se revisaran al alza las perspectivas de crecimiento, aunque los datos relacionados con la vivienda fueron decepcionantes. Esta evolución positiva, en general, quedó contrarrestada por las tensiones que se observan en los países del Norte de África y Oriente Medio, así como por el devastador terremoto que causó grandes daños en Japón a comienzos de marzo. Estos acontecimientos provocaron desplazamientos hacia activos más seguros y un aumento de la volatilidad en los mercados de renta variable. En general, el descenso de las cotizaciones bursátiles fue reflejo, principalmente, de las tensiones en los precios del petróleo, la incertidumbre ante los daños económicos causados por el terremoto de Japón y la preocupación respecto a una posible repatriación de las inversiones financieras japonesas a escala mundial. Más recientemente, en la medida en que la inquietud en los mercados respecto a la situación de Japón ha remitido ligeramente, las cotizaciones bursátiles de la zona del euro y de Estados Unidos parecen haberse recuperado de las pérdidas registradas anteriormente.

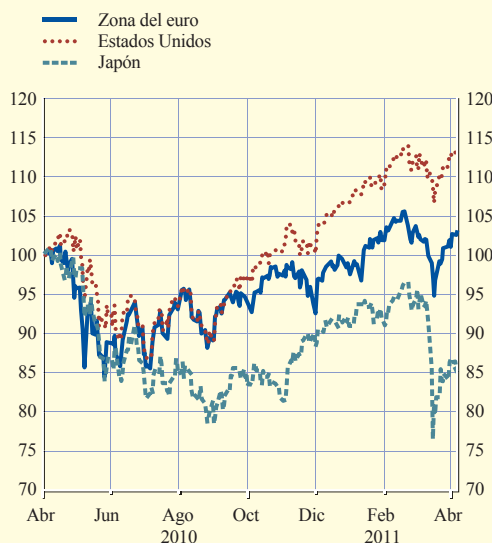
Tanto en la zona del euro como en Estados Unidos, el nivel de incertidumbre de los mercados de renta variable, medido por la volatilidad implícita, se redujo durante el período de referencia (véase gráfico 21). Tras producirse el terremoto en Japón, la volatilidad aumentó de forma acusada. Las tensiones en el Norte de África y Oriente Medio también contribuyeron al aumento de la volatilidad registrado a lo largo del mes. Sin embargo, a principios de abril, el pronunciado aumento de la volatilidad ya se había revertido con creces.

La evolución de los índices bursátiles de la zona del euro en marzo y a principios de abril ha sido desigual según los sectores. Las cotizaciones del sector financiero descendieron un 2,2%, principalmente como resultado de la intensificación de las tensiones en algunos mercados de deuda soberana de la zona del euro, mientras que las cotizaciones del sector no financiero aumentaron ligeramente. La evolución de las cotizaciones bursátiles en Estados Unidos también fue negativa en el sector financiero y positiva en el sector no financiero.

La evolución de los beneficios efectivos y esperados proporcionó una valoración, en general, positiva de la rentabilidad de las empresas cotizadas de la zona del euro. Además, los anuncios de beneficios

Gráfico 20 Índices bursátiles

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



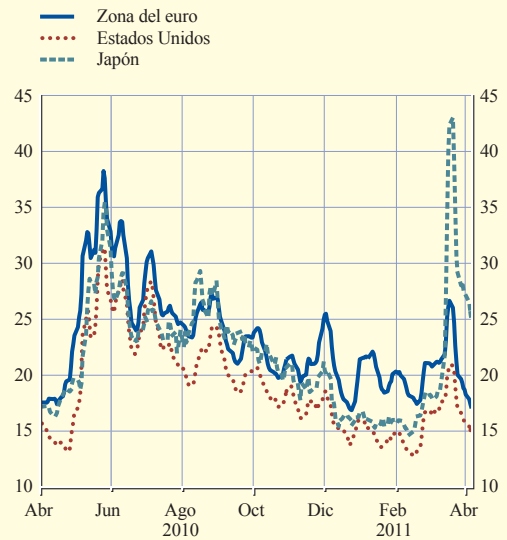
Fuentes: Thomson Reuters.

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

fueron, en su mayoría, mejores de lo esperado. El crecimiento de los beneficios efectivos anuales por acción de las empresas cotizadas en el índice Dow Jones EURO STOXX fue del 33 % en marzo, frente a la 34 % de febrero. Igualmente, se prevé que el crecimiento de los beneficios por acción en los próximos doce meses sea relativamente sólido y se sitúe en el 13 %. Por sectores, el crecimiento interanual de los beneficios por acción en el sector financiero no experimentó variación, manteniéndose en el 25 % en marzo, mientras que en la industria fue del 28 % en marzo, frente al 31 % de febrero.

Gráfico 21 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.

3 PRECIOS Y COSTES

Según el avance de Eurostat, la inflación interanual medida por el IAPC de la zona del euro se elevó al 2,6% en marzo de 2011, desde el 2,4% de febrero. El aumento de las tasas de inflación observado a principios de 2011 es reflejo, en gran medida, del incremento de los precios de las materias primas. En las primeras fases del proceso de producción se aprecian también presiones generadas por las fuertes subidas de los precios de la energía y de los alimentos. Las expectativas de inflación a medio y largo plazo deben permanecer 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. Los riesgos para las perspectivas de evolución de los precios a medio plazo siguen al alza.

3.1 PRECIOS DE CONSUMO

Según el avance de Eurostat, la inflación interanual medida por el IAPC de la zona del euro se elevó al 2,6% en marzo de 2011, desde el 2,4% de febrero (véase cuadro 5). Este aumento fue ligeramente mayor de lo previsto, debido, principalmente, a la evolución del componente energético. Los últimos datos disponibles del Boletín Petrolífero semanal de la Comisión Europea apuntan a un fuerte incremento intermensual de los precios de los combustibles líquidos en marzo. De cara al futuro, sobre la base de los precios actuales de los futuros del petróleo, se espera que las tasas de inflación medidas por el IAPC se mantengan por encima del 2% a lo largo de 2011.

En febrero de 2011, el último mes para el que se dispone del detalle oficial del IAPC, la tasa de variación interanual de la inflación medida por el IAPC general se elevó al 2,4%, desde el 2,3% de enero (véase gráfico 22). Este ascenso fue reflejo del aumento de las tasas de variación interanual de todos los componentes, salvo los bienes industriales no energéticos. En términos intermensuales desestacionalizados, la inflación medida por el IAPC general se elevó un 0,2% en febrero, frente al 0,4% del mes anterior.

La tasa de variación interanual de los precios de la energía volvió a aumentar en febrero, hasta el 13,1%, resultado del incremento intermensual de los precios de todas las partidas, así como de un efecto de base al alza. En particular, los precios de los combustibles líquidos y de los combustibles y lubricantes para el transporte crecieron más de un 30% y un 15%, respectivamente, en relación con los registrados en febrero de 2010.

Cuadro 5 Evolución de los precios

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

	2009	2010	2010 Oct	2010 Nov	2010 Dic	2011 Ene	2011 Feb	2011 Mar
IAPC y sus componentes								
Índice general ¹⁾	0,3	1,6	1,9	1,9	2,2	2,3	2,4	2,6
Energía	-8,1	7,4	8,5	7,9	11,0	12,0	13,1	.
Alimentos no elaborados	0,2	1,3	2,3	2,6	3,2	2,2	2,7	.
Alimentos elaborados	1,1	0,9	1,2	1,3	1,5	1,8	2,0	.
Bienes industriales no energéticos	0,6	0,5	0,8	0,9	0,7	0,5	0,1	.
Servicios	2,0	1,4	1,4	1,3	1,3	1,5	1,6	.
Otros indicadores de precios								
Precios industriales	-5,1	2,9	4,3	4,5	5,4	5,9	6,6	.
Precios del petróleo (euro/barril)	44,6	60,7	60,2	63,1	69,6	72,6	76,6	82,1
Precios de las materias primas no energéticas	-18,5	44,7	47,5	48,6	49,6	45,9	47,5	35,8

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

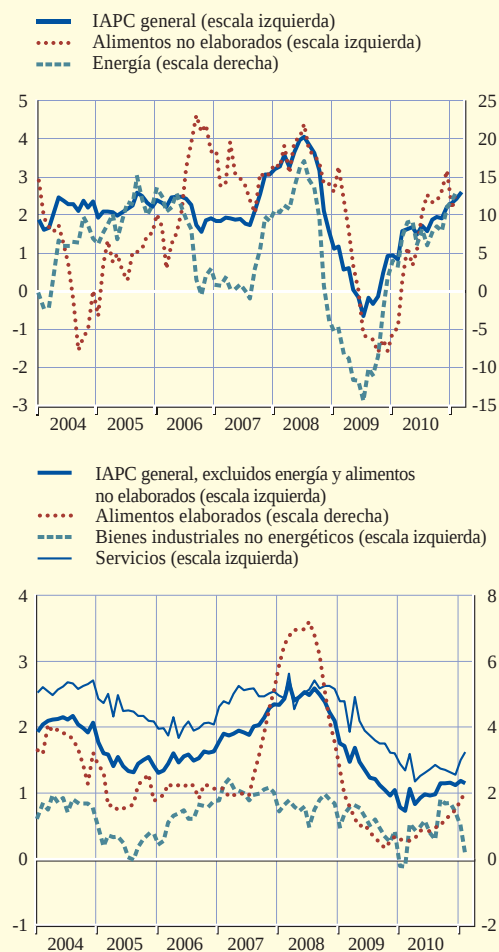
1) La inflación medida por el IAPC de marzo de 2011 corresponde a una estimación preliminar de Eurostat.

La tasa de variación interanual de los precios de los alimentos no elaborados ascendió al 2,7% en febrero, desde el 2,2% de enero, como consecuencia del aumento de las tasas de variación interanual de los precios de la carne, el pescado y la fruta. La tasa de variación interanual de los precios de los alimentos elaborados volvió a subir, hasta el 2%, reflejo de las tasas de inflación más altas de varias partidas. Sin embargo, pese a este incremento, parece que la transmisión del aumento de los precios de las materias primas alimentarias a los consumidores sigue siendo moderada.

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 febrero en el 1%, nivel cercano al observado desde octubre de 2010. De los dos componentes del IAPC, excluidos los alimentos y la energía, la tasa de inflación de los bienes industriales no energéticos descendió al 0,1% en febrero, desde el 0,5% de enero. El descenso de la tasa de inflación interanual de este componente fue reflejo, entre otros factores, de las tasas de inflación interanual negativas de los precios de los artículos de vestir y del calzado, derivadas de las fechas más tardías en que tuvieron lugar las rebajas en Francia, en comparación con las de febrero de 2010. Además, debido a la aplicación de las nuevas normas para el tratamiento de los productos de temporada, las tasas de variación interanual de este componente presentaron distorsiones en enero y febrero de 2011. En el recuadro 3 se analizan con detalle los cambios metodológicos en la elaboración del IAPC y su impacto sobre los datos más recientes. La inflación en los precios de los servicios se elevó al 1,6% en febrero de 2011, como consecuencia del aumento de las tasas de variación interanual de los precios de varias partidas, especialmente del transporte.

Gráfico 22 Desagregación del IAPC por principales componentes

(tasas de variación interanual; datos mensuales)



Fuente: Eurostat.

Recuadro 3

CAMBIOS METODOLÓGICOS EN LA ELABORACIÓN DEL IAPC Y SU IMPACTO SOBRE LOS DATOS MÁS RECIENTES

Con el índice de enero de 2011 ha entrado en vigor un nuevo reglamento¹ sobre el tratamiento de los productos de temporada en el IAPC en todos los Estados miembros de la UE. Las nuevas normas

1 Reglamento (CE) n° 330/2009 de la Comisión, de 22 de abril de 2009, por el que se establecen normas de desarrollo del Reglamento (CE) n° 2494/95 del Consejo en lo que respecta a las normas mínimas para el tratamiento de los productos de temporada en los índices de precios de consumo armonizados (IPCA).

han tenido importantes repercusiones sobre el patrón estacional de varios IAPC nacionales. Al nivel de la zona del euro, el impacto sobre la tasa de inflación interanual medida por el índice general fue de -0,1 puntos porcentuales en los dos primeros meses de 2011, aunque fue más significativo para el componente de bienes industriales no energéticos. En este recuadro se explican los antecedentes de los cambios metodológicos y se evalúa su impacto sobre los datos más recientes.

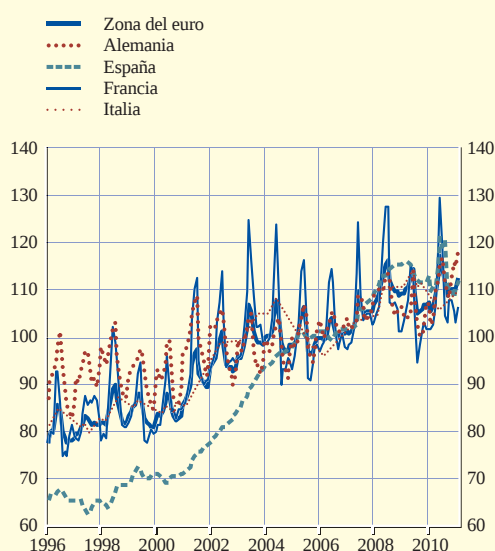
Antecedentes

Las diferencias entre países en el tratamiento estadístico de los productos de temporada, como los artículos de vestir de temporada y ciertos alimentos frescos que están disponibles solo en algunos meses del año, han dificultado la comparación entre los IAPC nacionales. Aunque no hay indicios de que los métodos de cálculo anteriores hayan producido un sesgo de largo plazo en el IAPC, la gran variedad de métodos² aplicados ha complicado la interpretación de las variaciones a corto plazo de los subíndices del IAPC de la zona del euro afectados. Por ejemplo, el gráfico A muestra la divergencia en los patrones del subíndice de frutas, que se debe, en gran medida, a la utilización de métodos estadísticos diferentes (además de las diferencias en los mercados nacionales).

El objeto del nuevo reglamento es armonizar el tratamiento estadístico de los productos de temporada, mediante la definición de un conjunto limitado de métodos de cálculo que deberían ofrecer resultados más comparables, por lo que el BCE celebra su aprobación³. El reglamento alienta la utilización de métodos coherentes con el cálculo del precio de productos fuera de temporada a partir del precio de productos de temporada (por ejemplo, en los meses de invierno, las variaciones del precio de las cerezas frescas pueden calcularse a partir de las variaciones del precio de las manzanas) o a partir de los precios de todos los productos disponibles de la misma categoría (por ejemplo, la fruta fresca). El reglamento se aplica a los subíndices de precios del pescado, de la fruta, de las legumbres y hortalizas, de los artículos de vestir y del calzado (con una ponderación combinada del 10,5% en el IAPC de la zona del euro). Aunque los institutos nacionales de estadística también pueden aplicar voluntariamente los nuevos métodos a otros subíndices, no se han observado rupturas significativas en los subíndices de otros grupos de productos.

Gráfico A Subíndice de frutas del IAPC para la zona del euro y para algunos países

(índice 2005 = 100)



Fuente: Eurostat.

2 Anteriormente, en algunos países, el tratamiento de los productos fuera de temporada consistía en utilizar el último precio observado, mientras que, en otros, o bien se aplicaban distintas ponderaciones del gasto para cada mes del año (con ponderaciones muy reducidas o nulas para los meses fuera de temporada) o bien se calculaba la variación de los precios a partir de la variación de los precios de los productos de temporada. Además, en Italia y España, se utilizaban medias móviles dentro de los subíndices de alimentos frescos, lo que reducía considerablemente el patrón estacional de los índices.

3 Véase Dictamen del Banco Central Europeo (CON/2009/14).

Impacto de los cambios sobre los IAPC nacionales

En la mayor parte de los países de la zona del euro, los métodos utilizados anteriormente se correspondían, en general, con los requeridos en el reglamento. Por consiguiente, el impacto de los cambios metodológicos ha sido mínimo. Sin embargo, en España, Grecia, Italia, Luxemburgo y Portugal, que utilizaban métodos muy diferentes, el reglamento ha supuesto cambios importantes en el patrón estacional de los índices afectados. Para todos los países, salvo España, no se han revisado los IAPC publicados precedentemente para tener en cuenta los nuevos métodos de cálculo; en cambio, se han vinculado los índices basados en los métodos anteriores hasta 2010 con los índices basados en los nuevos métodos a partir de enero de 2011. Este enfoque ha producido distorsiones en las tasas de variación interanual de 2011⁴. En el caso de España, el instituto nacional de estadística ha vuelto a calcular los índices de 2010 utilizando los nuevos métodos. En consecuencia, no se han visto afectadas las tasas de variación interanual de 2011, sino las de 2010. Los IAPC nacionales han sufrido distorsiones significativas incluso en el índice general. Por ejemplo, la tasa de variación interanual del IAPC español de marzo de 2010 se revisó desde el 1,5% hasta el 2,7%, y la revisión media absoluta de las tasas de variación interanual de 2010 fue de 0,5 puntos porcentuales. La tasa media de variación anual de 2010 se revisó desde el 1,8% hasta el 2%, observándose pronunciados efectos, parcialmente opuestos, en los diferentes meses del año.

Las distorsiones de las tasas de variación interanual son más acusadas en los subíndices de artículos de vestir y de calzado. Anteriormente, cuando ya no se disponía de un producto para determinar su precio (como una chaqueta de verano en invierno), muchos de los países afectados utilizaban el último precio de temporada conocido hasta que el producto volviera a estar disponible. Ello suponía una variación de precio nula en los meses fuera de temporada. Según los nuevos métodos de cálculo, la variación del precio de una chaqueta de verano puede calcularse a partir de la variación del precio de una chaqueta de invierno. Por lo tanto, en los meses de rebajas de fin de temporada, como enero y febrero o julio y agosto, los nuevos métodos suponen mayores descensos del índice, ya que la variación de precio nula se sustituye por una reducción de precio imputada. Al inicio de una nueva temporada pueden observarse efectos opuestos. El cuadro muestra el impacto del nuevo reglamento sobre las tasas de variación interanual en enero y febrero de 2011 en los países afectados. Hasta el momento, las repercusiones más importantes se han observado en Grecia e Italia.

Por lo que se refiere a los subíndices de alimentos no elaborados, es más difícil estimar el impacto, debido a la mayor volatilidad de la serie y a la menor estabilidad del patrón estacional, en comparación

4 En el Dictamen del Banco Central Europeo (CON/2009/14) sobre el reglamento se solicitaba que, en caso de que el impacto fuera importante, los institutos nacionales de estadística revisaran sus IAPC durante al menos un año antes de la aplicación del reglamento.

Impacto estimado del reglamento relativo a los productos de temporada sobre la inflación medida por el IAPC¹⁾

(puntos porcentuales)

	Bienes industriales no energéticos*		IAPC general	
	Enero 2011	Febrero 2011	Enero 2011	Febrero 2011
Grecia	-1,6	-4,0	-0,5	-1,0
Italia	-1,6	-1,9	-0,4	-0,4
Luxemburgo	-1,1	0,2	-0,4	0,0
Portugal*	-0,9	-1,3	-0,2	-0,3
Zona del euro	-0,4	-0,5	-0,1	-0,1

Fuentes: Estimaciones del BCE (señaladas con un *) y Eurostat (todas las demás cifras).

1) Los impactos indicados en el cuadro se refieren a la diferencia entre la tasa de variación interanual del IAPC publicada y la tasa de variación interanual estimada utilizando los métodos de cálculo anteriores.

con el de los subíndices de artículos de vestir y de calzado. Para Italia, se ha publicado una estimación del impacto sobre la tasa de variación interanual del componente de alimentos en su conjunto. Según esta estimación, el impacto fue de 0,3 puntos porcentuales en enero y 0,4 puntos porcentuales en febrero de 2011. Dado que los cambios estadísticos solo afectaron a los precios de los alimentos no elaborados, ello supone un impacto de unos 0,6 puntos porcentuales a 0,8 puntos porcentuales sobre la tasa de variación interanual de los precios de los alimentos no elaborados en Italia. En España, en los mismos meses de 2010 se produjo un impacto más acusado y de signo contrario (-1 punto porcentual y -1,1 puntos porcentuales, respectivamente). Los demás países afectados no han publicado todavía estimaciones del impacto sobre los distintos componentes.

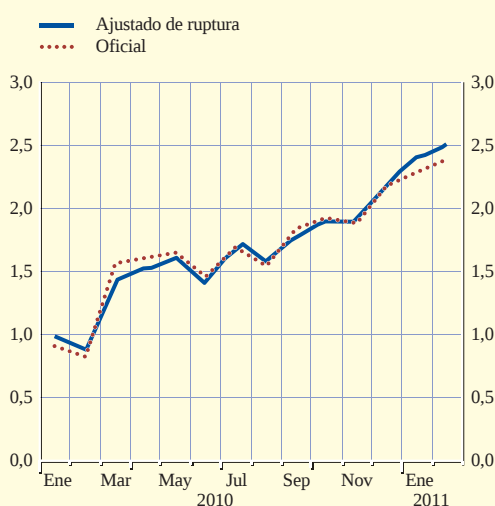
Impacto de los cambios metodológicos sobre el IAPC de la zona del euro

Al nivel de la zona del euro, el hecho de que España haya vuelto a calcular sus índices de 2010 y que otros países no lo hayan hecho implica una distorsión de las tasas medias de variación interanual de la zona en dos años consecutivos, 2010 y 2011. El impacto sobre el IAPC general de la zona del euro desde enero de 2010 ha sido menor (entre 0,0 y 0,1 puntos porcentuales en la mayor parte de los meses), reflejo, en algunos casos, de efectos opuestos en los componentes de alimentos no elaborados y de bienes industriales no energéticos. El impacto sobre el índice de bienes industriales no energéticos ha sido más significativo⁵. En los gráficos B y C se comparan las tasas de variación interanual del índice general oficial y del componente de bienes industriales no energéticos, con las de los índices ajustados de la ruptura asociada al cambio de metodología. En 2010, las tasas oficiales de variación interanual del componente de bienes industriales no energéticos mostraron una mayor volatilidad, con efectos negativos en los períodos de rebajas y efectos positivos en otros meses, mientras

5 La falta de estimaciones nacionales hace que sea difícil estimar el impacto sobre el componente de alimentos no elaborados de la zona del euro en 2011. Sin embargo, considerando que en España e Italia se producen repercusiones opuestas (y relativamente limitadas), no se espera que el impacto sea importante al nivel agregado de la zona del euro.

Gráfico B IAPC general de la zona del euro

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Gráfico C IAPC de bienes industriales no energéticos de la zona del euro

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

que la tasa media de variación interanual fue similar (0,5% en el índice oficial y 0,4 % en el índice ajustado de ruptura). Para los dos primeros meses de 2011, se observa un patrón similar, pero más pronunciado. Se estima que la tasa de variación interanual se haya visto afectada en -0,4 puntos porcentuales en enero y -0,5 puntos porcentuales en febrero.

Dado que los institutos nacionales de estadística no han publicado todavía series largas para estimar el nuevo patrón estacional, existe cierto grado de incertidumbre respecto a la interpretación y predicción de los movimientos de las tasas de variación interanual del componente de bienes industriales no energéticos y a las medidas permanentes de la inflación subyacente basadas en la exclusión (como el IAPC, excluidos los alimentos y la energía) para el resto de 2011. Además, los cambios en el patrón estacional y la falta de series históricas dificultan la valoración de la evolución a corto plazo de la inflación. Sin embargo, se espera que el impacto general sobre el IAPC medio anual sea menor en 2011 y que la volatilidad de las tasas de variación interanual vuelva, más o menos, a su nivel anterior a partir de 2012.

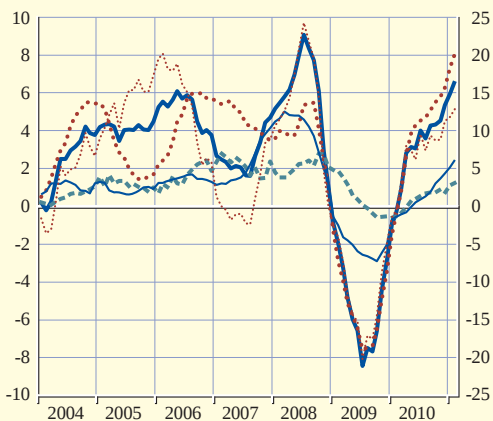
3.2 PRECIOS INDUSTRIALES

La inflación de los precios industriales, excluida la construcción, volvió a aumentar, hasta el 6,6% en febrero de 2011, desde el 5,9% de enero (véanse cuadro 5 y gráfico 23). En febrero, la tasa de variación interanual se situó ligeramente por debajo de las expectativas del mercado, aunque alcanzó su nivel más alto desde septiembre de 2008. El aumento del índice general de precios industriales estuvo determinado, básicamente, por los componentes de energía y de bienes intermedios. Sin embargo, si se excluye la

Gráfico 23 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)

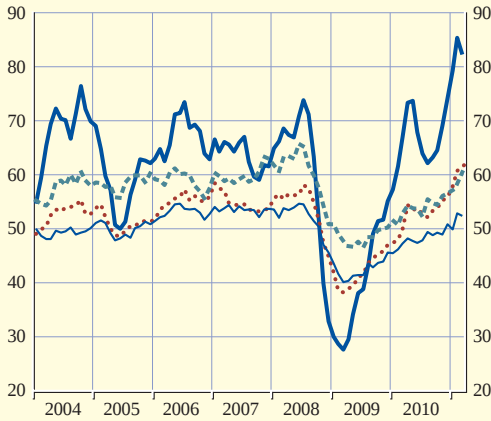


Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Gráfico 24 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.

energía, el índice se elevó también, hasta el 4,5%, su nivel más alto desde mediados de los años noventa, como resultado de la subida de los precios de las materias primas.

En las últimas fases de la cadena de producción, la tasa de variación de los precios industriales de los bienes de consumo aumentó al 2,4%, como consecuencia del incremento de los precios de los bienes de consumo no duradero, reflejo de la elevación de la tasa de inflación de los precios industriales de los alimentos, que ascendió al 6,8% en febrero de 2011, desde el 5,8% de enero. Pese a este nuevo incremento, su evolución a corto plazo es todavía mucho más moderada que la observada en 2007, por lo que sigue sugiriendo una transmisión incompleta de las subidas de los precios de las materias primas alimentarias a los precios industriales de los alimentos. La tasa de variación interanual de los precios industriales de los bienes de consumo, excluidos los alimentos y el tabaco, que tiene propiedades de indicador adelantado para el componente de bienes industriales no energéticos del IAPC, se elevó hasta el 0,7% en febrero. En diciembre de 2010, este componente registró, por primera vez desde junio de 2009, una tasa de variación interanual positiva. La evolución de la inflación de los precios industriales señala crecientes presiones latentes internas sobre la inflación subyacente de los precios de consumo, que se suman a las presiones externas, que han ido aumentando de forma constante, tal y como indican los precios de importación de los bienes de consumo, excluidos los alimentos y el tabaco.

Hasta marzo, los indicadores de las encuestas, que reflejan la evolución del IPRI, siguen señalando presiones crecientes sobre los precios en la cadena de producción (véase gráfico 24). El índice de directores de compras de marzo de 2011 confirma la existencia de presiones sobre los precios en la cadena de suministro, como consecuencia del encarecimiento de las materias primas, así como de perturbaciones y de escasez en dicha cadena. En el mismo mes, en el sector manufacturero el índice de precios de los bienes intermedios se situó en 82,2, señal de nuevos aumentos de los costes, aunque disminuyó ligeramente con respecto al máximo histórico de 85,3 registrado en febrero. También en el sector manufacturero, el índice de precios de venta alcanzó un nuevo máximo histórico de 61,5, lo que indica que la elevación de los costes de los bienes intermedios se está transmitiendo ahora en mayor medida a los consumidores. En el sector servicios, el índice de precios de los bienes intermedios ascendió hasta 60,4, su nivel más alto desde agosto de 2008, mientras que el índice de precios de venta descendió ligeramente, desde 52,8 en febrero, hasta 52,4 en marzo, aunque siguió reflejando un incremento de los precios.

3.3 INDICADORES DE COSTES LABORALES

Los indicadores de costes laborales mantuvieron una evolución moderada en el cuarto trimestre de 2010. La información preliminar sobre salarios negociados correspondiente a enero de 2011 sugiere que

Cuadro 6 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	1,5	2,0	1,9	1,6	0,9	1,6
Remuneración por asalariado	1,4	1,7	1,5	1,7	2,1	1,5	1,6
<i>Pro memoria:</i>							
Productividad del trabajo	-2,3	2,2	0,1	2,2	2,6	2,1	1,8
Costes laborales unitarios	3,8	-0,5	1,4	-0,5	-0,6	-0,6	-0,2

Fuentes: Eurostat, datos nacionales y cálculos del BCE.

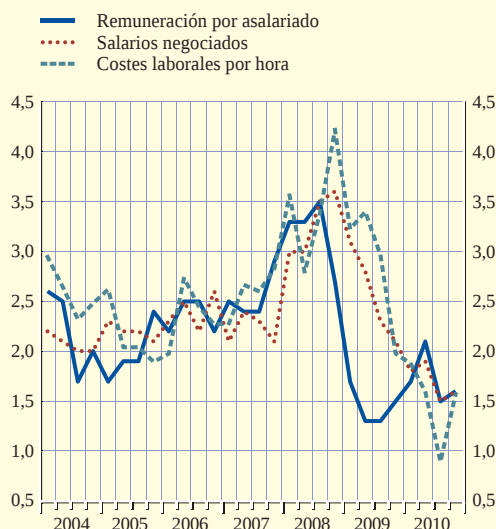
Nota: Los datos se refieren al Euro-17.

el patrón de moderación del crecimiento salarial se ha mantenido, en general, en 2011, en línea con la ligera mejora de la situación de los mercados de trabajo. Los incrementos salariales de 2010 y, en gran medida, también de 2011 se establecieron antes de las recientes subidas de los precios de las materias primas, que han tenido un impacto directo sobre la inflación medida por el IAPC general. Por consiguiente, la evidencia proporcionada por los datos contemporáneos no es suficiente para valorar la respuesta de los salarios a los recientes aumentos de la inflación medida por el IAPC.

La tasa de crecimiento interanual de los salarios negociados de la zona del euro se elevó ligeramente, hasta el 1,6%, en el cuarto trimestre de 2010, desde el 1,5% del tercer trimestre (véanse cuadro 6 y gráfico 26). La correspondiente tasa de los costes laborales por hora de la zona del euro aumentó al 1,6% en el cuarto trimestre de 2010, desde el 0,9% (revisado al alza) del trimestre anterior. Este aumento estuvo determinado, principalmente, por la evolución del sector industrial, en el que los costes laborales por hora crecieron hasta el 1,7% en el cuarto trimestre, desde el 0,1% del tercer trimestre. La tasa de crecimiento interanual de la remuneración por hora repuntó también ligeramente, hasta el 1,1%, en el cuarto trimestre de 2010, desde el 0,6% del trimestre precedente. Este incremento

Gráfico 25 Indicadores de costes laborales

(tasas de variación interanual; datos trimestrales)

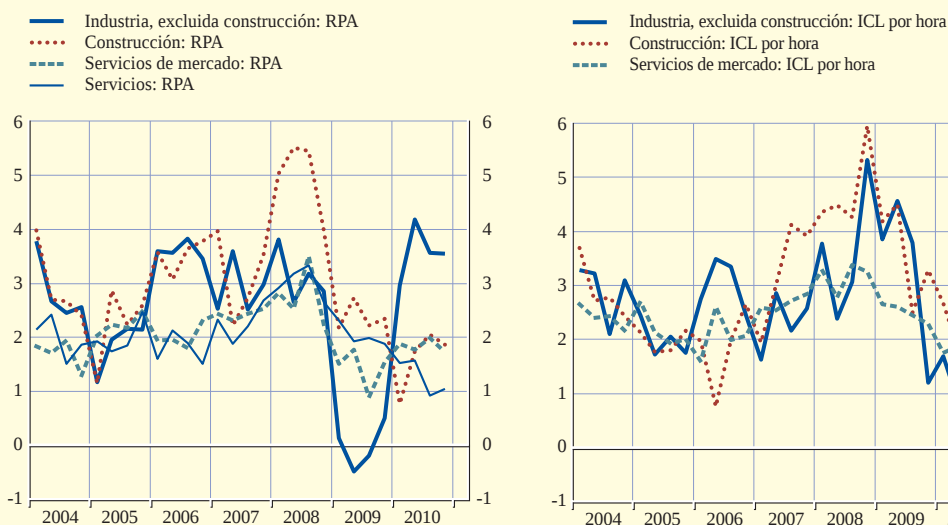


Fuentes: Eurostat, datos nacionales y cálculos del BCE.

Nota: Los datos se refieren al Euro-17.

Gráfico 26 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.

estuvo asociado a la desaceleración de la tasa de crecimiento interanual de las horas trabajadas, como consecuencia de las malas condiciones atmosféricas registradas en los últimos meses de 2010.

Al mismo tiempo, la tasa de crecimiento interanual de la productividad del trabajo por persona ocupada disminuyó hasta el 1,8%, desde el 2,1% del tercer trimestre. Dado que esta tasa era todavía superior a la de la remuneración por asalariado, los costes laborales unitarios experimentaron un descenso interanual del 0,2%, ligeramente menos pronunciado que la reducción del 0,6% observada en el tercer trimestre.

3.4 PRECIOS DE LOS INMUEBLES RESIDENCIALES DE LA ZONA DEL EURO

Según los últimos datos disponibles, los precios de la vivienda de la zona del euro se elevaron un 2,6% y un 2,8%, en tasa interanual, en el tercer y cuarto trimestres de 2010. Para más detalles, véase el recuadro 4.

Recuadro 4

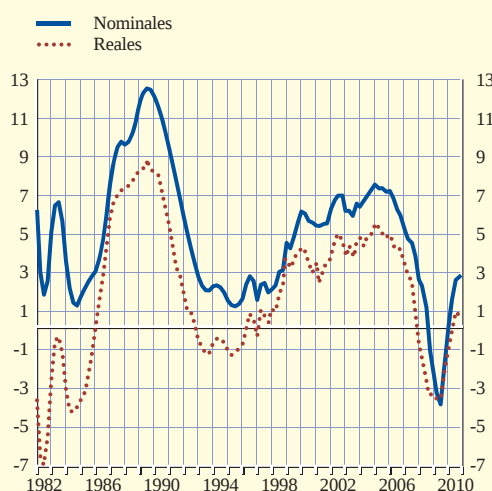
EVOLUCIÓN RECIENTE DEL MERCADO DE LA VIVIENDA EN LA ZONA DEL EURO

Los precios de los inmuebles residenciales en la zona del euro se incrementaron, en promedio, un 5,6% en tasa interanual entre 1999 y 2008. A estos fuertes incrementos anuales de los precios siguió, posteriormente, una contracción en 2009 y un ligero repunte en 2010. Los precios de la vivienda en la zona del euro aumentaron, en promedio, un 1,8% en 2010, frente a la contracción del 2,8%, en tasa interanual, registrada en 2009. Los datos más recientes indican que los precios de la vivienda aumentaron en la zona del euro un 2,6% y un 2,8%, en tasa interanual en el tercer y cuarto trimestres¹ de 2010, respectivamente (véase gráfico A).

Las cifras agregadas de la zona del euro correspondientes a 2010 antes mencionadas ocultan una evolución divergente en los distintos países de la zona del euro (véase cuadro), en virtud de la cual, algunos países como Irlanda, Grecia, España,

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

(datos trimestrales; tasas de variación interanual)



Fuentes: Datos nacionales y cálculos del BCE.

Notas: La tasa de variación de los precios reales de los inmuebles residenciales se obtiene restando a la tasa de variación de los correspondientes precios nominales la inflación interanual medida por el IAPC. Para más información sobre el cálculo del índice nominal, véase la nota 1 del texto.

1 Comenzando con los datos de principios de 2010, el BCE ha empezado a compilar el indicador de precios de los inmuebles residenciales de la zona del euro con periodicidad trimestral. En el caso de Alemania, las cifras trimestrales se calculan a partir de los datos anuales (utilizando, entre otras fuentes, la información de las grandes ciudades, de la que se dispone antes), mientras que, por lo que respecta a Italia, las cifras trimestrales se obtienen a partir de observaciones semestrales (utilizando, entre otras fuentes, indicadores trimestrales). La publicación, a comienzos de 2011, de los respectivos datos anuales (Alemania) y semestrales (Italia) correspondientes a 2010 no supuso revisiones significativas de los datos trimestrales estimados con anterioridad, lo que demuestra que los supuestos en los que se basaban las estimaciones trimestrales de estos dos países eran razonables. Para más información, véase el recuadro titulado «Evolución reciente del mercado de la vivienda en la zona del euro», *Boletín Mensual*, BCE, diciembre de 2010.

Precios (nominales) de los inmuebles residenciales en la zona del euro

(tasas de variación interanual)

	Ponderación (%)	2009	2010	2009		2010		2009				2010				2011
				IS	IIS	IS	IIS	I	II	III	IV	I	II	III	IV	I
Bélgica ¹⁾	3,8	-0,4	.	-0,6	-0,1	4,9	-	0,9	-2,2	-1,4	1,2	3,8	6,0	5,6	-	.
Alemania ²⁾	26,7	0,6	2,3	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Estonia ³⁾	0,2	-35,9	0,1	-37,6	-34,0	-4,5	5,1	-34,9	-40,3	-37,4	-30,5	-8,1	-0,6	6,2	4,0	.
Irlanda ²⁾	1,8	-13,7	-15,5	-11,3	-16,1	-17,9	-12,9	-11,0	-11,6	-13,8	-18,5	-18,9	-17,0	-14,8	-10,8	.
Grecia ³⁾	2,6	-3,7	-4,0	-2,9	-4,6	-3,2	-4,9	-3,3	-2,5	-5,1	-4,0	-1,8	-4,7	-4,1	-5,7	.
España ²⁾	11,7	-6,7	-2,0	-7,6	-5,7	-1,9	-2,0	-7,6	-7,7	-7,0	-4,4	-2,9	-0,9	-2,2	-1,9	.
Francia ¹⁾	21,3	-7,1	6,3	-8,1	-6,2	3,7	9,0	-6,9	-9,3	-7,9	-4,4	1,4	6,1	8,4	9,5	.
Italia ²⁾	17,0	-0,4	0,1	-0,2	-0,6	-0,2	0,4	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Chipre ²⁾	0,2	-3,9	.	-4,6	-3,3	-0,8	.	-3,0	-6,1	-4,9	-1,7	0,0	-1,8	-3,7	.	.
Luxemburgo ²⁾	0,4	.	.	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Malta ²⁾	0,1	-5,0	1,1	-7,9	-2,0	2,4	-0,2	-9,9	-6,0	-2,5	-1,4	4,5	0,5	1,5	-2,0	.
Países Bajos ¹⁾	6,4	-3,3	-2,0	-1,5	-5,1	-3,2	-0,8	-0,3	-2,8	-5,1	-5,0	-4,3	-2,0	-0,6	-1,0	.
Austria ²⁾	3,1	3,6	5,7	4,6	2,6	5,5	5,9	4,3	4,9	3,4	1,9	5,7	5,3	5,0	6,8	3,9
Portugal ²⁾	1,9	0,4	1,8	1,5	-0,7	1,4	2,2	2,7	0,3	-0,8	-0,6	1,3	1,6	2,9	1,6	.
Eslovenia ¹⁾	0,4	-8,2	2,8	-8,4	-8,0	2,6	3,1	-7,1	-9,8	-10,9	-5,0	1,1	4,1	4,6	1,5	.
Eslovaquia ¹⁾	0,7	-11,1	-3,9	-8,9	-13,3	-6,0	-1,7	-4,3	-13,4	-14,3	-12,3	-8,3	-3,7	-1,3	-2,1	.
Finlandia ¹⁾	1,9	-0,3	8,7	-4,5	4,1	10,9	6,6	-5,5	-3,6	0,4	7,9	11,4	10,3	8,0	5,3	.
Zona del euro	100,0	-2,8	1,8	-2,9	-2,7	0,9	2,7	-2,4	-3,4	-3,8	-1,6	0,1	1,6	2,6	2,8	.

Fuentes: Datos nacionales y cálculos del BCE.

Notas: Ponderaciones basadas en el PIB nominal de 2009. Los datos trimestrales de la zona del euro incluyen los datos trimestrales estimados para Alemania e Italia, obtenidos a partir de información e indicadores trimestrales complementarios.

1) Inmuebles residenciales existentes.

2) Total inmuebles residenciales (es decir, nuevos y existentes).

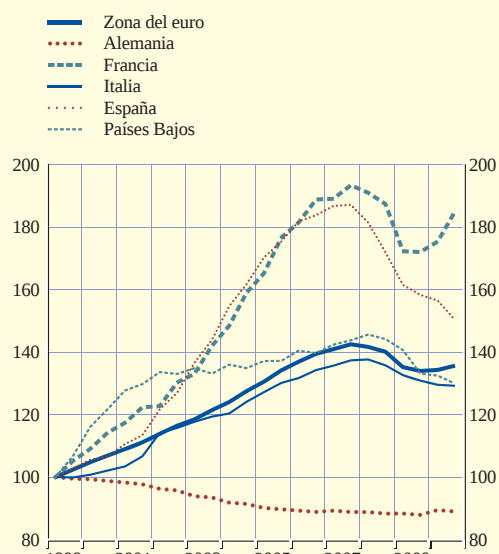
3) Total pisos.

Países Bajos y Eslovaquia, siguieron registrando caídas de los precios de la vivienda, en tasa interanual, en el tercer y cuarto trimestres. Los incrementos interanuales más acusados en el cuarto trimestre se registraron en Francia y Finlandia. Considerando la evolución intertrimestral en 2010, se observa que el crecimiento de los precios de los inmuebles residenciales cobró impulso en los trimestres segundo y tercero, con aumentos del 1,3% y del 1%, respectivamente. Sin embargo, en el cuarto trimestre, los precios aumentaron de forma más moderada: un 0,4%.

Aplicando un enfoque de valoración de activos para analizar la evolución del mercado de la vivienda, se observa que los precios de la vivienda siguen siendo todavía relativamente altos en comparación con los alquileres, tanto en la zona del euro en su conjunto como en algunos de los países que la integran; la ratio del índice de precios de la vivienda de la zona del euro con respecto al componente de alquileres del IAPC se ha mantenido en niveles más bien elevados en comparación con los de hace diez años (véase gráfico B). Para el conjunto de la zona del euro, dicha ratio, tras la caída experimentada en 2009,

Gráfico B Ratio precio de la vivienda/rentabilidad de los alquileres en la zona del euro y en algunos de los países que la integran

(índice: 1999 = 100); porcentajes; datos semestrales



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

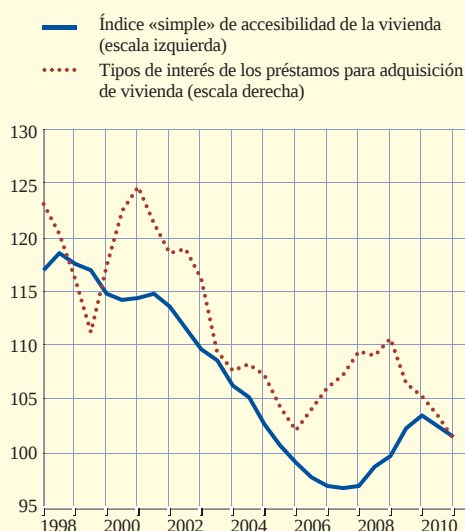
mostró señales de estabilización en los dos primeros trimestres de 2010, incrementándose de nuevo, ligeramente, en el segundo semestre del año.

La evolución reciente de los precios de la vivienda en la zona del euro ha de valorarse en el contexto de la moderada dinámica de la oferta y la demanda de viviendas². En el segundo semestre de 2010, las condiciones de la demanda se estabilizaron, en general, disipándose los impedimentos al crédito tras los máximos alcanzados hace dos años. Más concretamente, una medida básica de accesibilidad de la vivienda que se cita con frecuencia, la ratio de renta disponible nominal de los hogares en relación con el índice de precios nominales de la vivienda (el llamado «indicador de accesibilidad simple»), aunque se redujo en el segundo semestre de 2010 (debido a que la inflación de los precios de la vivienda fue más pronunciada), ha aumentado, en general, desde finales de 2007 (véase gráfico C). No obstante, dicho indicador se mantiene todavía en torno a un 10% por debajo del nivel de 1999. La mejora de las condiciones de obtención de crédito continuó en el segundo semestre de 2010, con un descenso observado de los tipos de interés nominales sobre los préstamos a hogares para adquisición de vivienda, lo que contribuyó a mejorar la situación de la demanda. Además, la información más reciente, procedente de la encuesta sobre préstamos bancarios del BCE sugiere que el endurecimiento neto de los criterios de concesión de préstamos a los hogares para adquisición de vivienda se ha reducido. Como reflejo de esa evolución, la tasa de variación interanual de estos préstamos ha seguido aumentando de forma sostenida, pasando de cifras negativas en 2009 a un crecimiento (de casi un 4% interanual) en enero de 2011. Si bien ello es indicativo de una mejora de las perspectivas del mercado

2 Véase un análisis detallado de los indicadores de oferta y demanda de vivienda en el artículo titulado «Análisis de la evolución de los precios de la vivienda en la zona del euro», *Boletín Mensual*, BCE, febrero de 2006.

Gráfico C Índice «simple» de accesibilidad de la vivienda y condiciones para la obtención de crédito

(índice: 2005 = 100); porcentajes



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: Los tipos de interés de los préstamos para adquisición de vivienda de la zona del euro corresponden a un plazo de cinco a diez años. El índice «simple» de accesibilidad de la vivienda se define como la ratio de la renta disponible de los hogares en relación con el índice de precios de la vivienda en términos nominales.

Gráfico D Inversión residencial en la zona del euro y licencias de obras concedidas

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

de la vivienda, la tasa de crecimiento de dichos préstamos sigue siendo baja en comparación con el máximo observado en el ciclo de precios de la vivienda más reciente, en el que se situó en más del 12% a mediados de 2006.

Por el lado de la oferta, la inversión real en vivienda se redujo un 0,3%, en tasa interanual, en el cuarto trimestre de 2010 (véase gráfico D). De cara al futuro, los indicadores disponibles sobre producción en la rama de la construcción de la zona del euro, correspondientes al primer trimestre de 2011, apuntan a perspectivas moderadamente positivas para la actividad constructora residencial. No obstante, las licencias de obras, que con frecuencia se utilizan como indicador adelantado de la inversión en vivienda con varios meses de antelación, indican una desaceleración en el último trimestre de 2010.

En conjunto, la evolución de la oferta y la demanda de viviendas sugiere que, de cumplirse las previsiones, los precios de la vivienda seguirán creciendo a un ritmo más moderado en relación con la dinámica observada en los primeros años de la pasada década, principalmente porque los precios de los inmuebles residenciales todavía se están ajustando tras la sobrevaloración experimentada anteriormente en algunos países.

3.5 PERSPECTIVAS DE INFLACIÓN

De cara al futuro, sobre la base de los precios actuales de los futuros del petróleo, se espera que las tasas de inflación medidas por el IAPC se mantengan por encima del 2% a lo largo de 2011. En las primeras fases del proceso de producción se aprecian también presiones generadas por las fuertes subidas de los precios de la energía y de los alimentos. Es fundamental que la elevación de la inflación medida por el IAPC no provoque efectos de segunda vuelta, dando lugar a presiones inflacionistas generalizadas a medio plazo. Las expectativas de inflación a medio y largo plazo deben permanecer 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.

Los riesgos para las perspectivas de evolución de los precios a medio plazo siguen al alza y están relacionados, en particular, con subidas mayores de lo previsto de los precios de la energía, sobre todo en el contexto de las tensiones políticas que se registran actualmente en el Norte de África y Oriente Medio. De forma más general, el fuerte crecimiento económico de los mercados emergentes, propiciado por la abundante liquidez a escala mundial, podría generar nuevos incrementos de los precios de las materias primas 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 más pronunciadas de lo previsto en el contexto de la recuperación económica en curso.

4 PRODUCTO, DEMANDA Y MERCADO DE TRABAJO

El producto de la zona del euro ha venido aumentando desde el tercer trimestre de 2009. Después del incremento intertrimestral del 0,3% observado en el PIB real de la zona del euro en el cuarto trimestre de 2010, los últimos datos económicos y la información procedente de las encuestas de opinión indican un positivo dinamismo subyacente de la actividad económica a comienzos de 2011.

De cara al futuro, la recuperación en curso de la economía mundial debería seguir sosteniendo las exportaciones de la zona del euro. Al mismo tiempo, teniendo en cuenta el nivel relativamente elevado de confianza empresarial en la zona, la demanda interna del sector privado debería contribuir cada vez más al crecimiento económico, aprovechando la orientación acomodaticia de la política monetaria y 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. En un contexto de elevada incertidumbre, los riesgos para estas perspectivas económicas siguen estando prácticamente equilibrados.

4.1 PIB REAL Y COMPONENTES DE LA DEMANDA

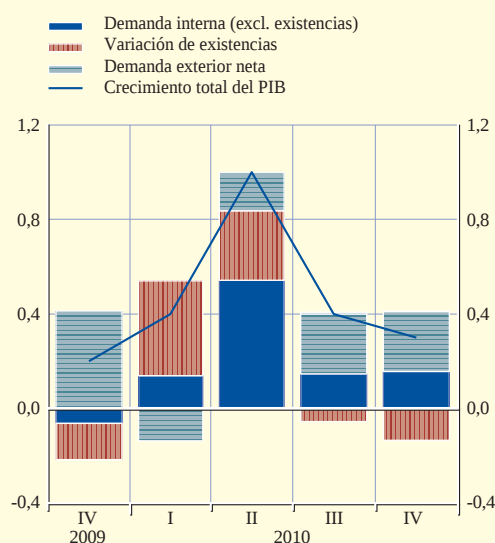
El PIB real de la zona del euro se elevó un 0,3% en el cuarto trimestre de 2010, tras un avance del 0,4% en el tercer trimestre de 2010 (véase gráfico 27), habiéndose revisado al alza esta cifra en 0,1 puntos porcentuales después de que Eurostat publicara la tercera estimación de las cuentas nacionales. El crecimiento del PIB en 2010 en su conjunto se ha revisado al alza en 0,1 puntos porcentuales, hasta el 1,8%, que es una tasa ligeramente más alta que el incremento medio observado desde 1996. En el recuadro 5 se presentan de forma breve las revisiones del crecimiento del PIB de la zona del euro, centrándose en el período de la crisis financiera.

El consumo privado se incrementó un 0,4%, en tasa intertrimestral, y un 1,1%, en términos interanuales, en el último trimestre de 2010. Las tasas de variación interanual han aumentado durante cuatro trimestres consecutivos, lo que sugiere el mantenimiento de la expansión cíclica del gasto en consumo.

Por lo que se refiere al primer trimestre de 2011, la información relativa al consumo privado apunta a un crecimiento intertrimestral sostenido del gasto en consumo. Las ventas del comercio al por menor, que se incrementaron un 0,2%, en tasa intermensual, en enero, mostraron un ligero descenso del 0,1% en febrero.

Gráfico 27 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.

Recuadro 5

REVISIONES DEL CRECIMIENTO DEL PIB DE LA ZONA DEL EURO

La estimación inicial (o «de avance») del PIB de la zona del euro se publica dentro de los 45 días siguientes al trimestre de referencia. Tras esta estimación inicial se publican una serie de estimaciones posteriores, que se basan en fuentes de datos adicionales o más completas y que pueden incorporar también mejoras metodológicas. En este recuadro se examina a) la tercera estimación, que se hace pública dentro de las 100 días siguientes al trimestre de referencia, b) la «revisión anual», una estimación que puede incorporar nueva información de importancia procedente, concretamente, de fuentes de datos anuales y que se suele dar a conocer hacia el final del año siguiente y c) la estimación actual (es decir, la más reciente)¹.

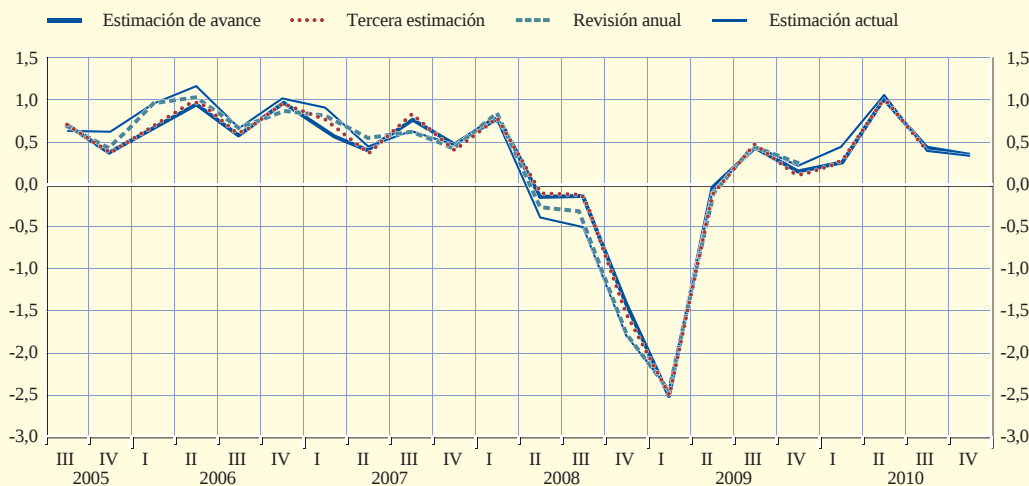
En este recuadro se analizan las revisiones de los datos del PIB real de la zona del euro que se recogen en dichas estimaciones, centrándose en las cifras correspondientes al período de la crisis financiera, como se muestra en el gráfico A. Sobre la base de la estimación actual, la revisión media del crecimiento del PIB de la zona del euro (en relación con la estimación de avance) en determinados períodos de la crisis fue ligeramente mayor que antes o después de ella, como se observa en la parte izquierda del gráfico B². Sin embargo, las variaciones del PIB también fueron más importantes durante la crisis, es decir, en relación con el crecimiento del PIB, las revisiones siguieron siendo igual de reducidas a lo largo del período de referencia (véase la parte derecha del gráfico B).

Cabe señalar, asimismo, que las revisiones y el crecimiento del PIB están correlacionados positivamente a lo largo de la muestra; cuando el crecimiento fue negativo, entre el segundo trimestre de 2008 y

- 1 En el Boletín Mensual de abril de 2009 se puede consultar un artículo con información más detallada sobre las revisiones del PIB de la zona del euro, que abarcan el período de crecimiento relativamente estable anterior a la crisis financiera.
- 2 La muestra abarca desde el tercer trimestre de 2005 hasta el cuarto trimestre de 2010. Para lograr un conjunto comparable de revisiones, la muestra se inicia después de la introducción de los volúmenes encadenados en las cuentas nacionales.

Gráfico A Crecimiento del PIB de la zona del euro

(tasas de variación intertrimestral; ajustadas de estacionalidad y de días laborables)

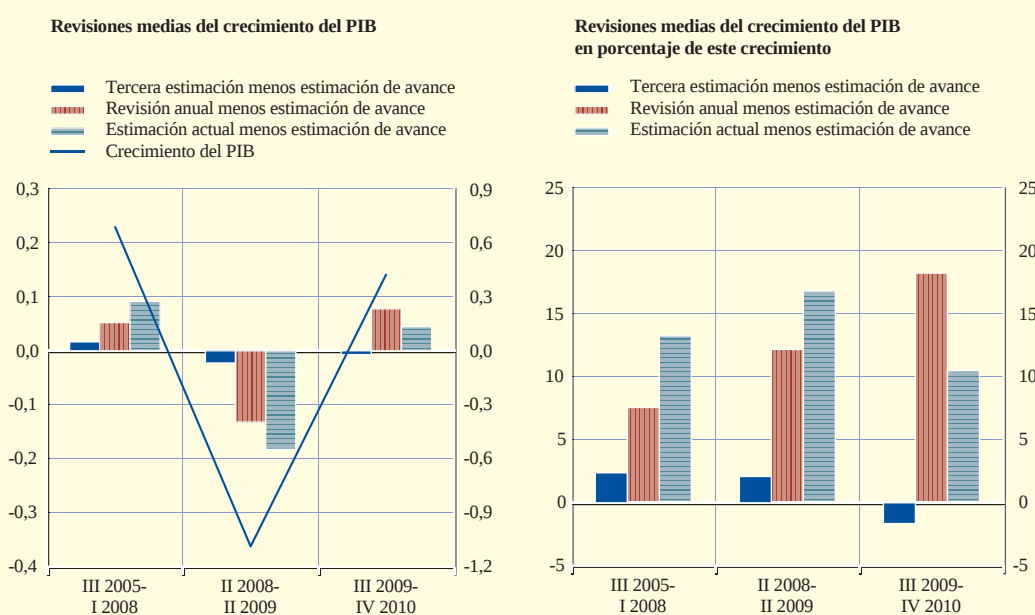


Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Gráfico B Revisiones medias del crecimiento del PIB de la zona del euro y revisiones medias en porcentaje de este crecimiento

[crecimiento del PIB (escala derecha): tasas de variación intertrimestral, ajustadas de estacionalidad y de días laborables; revisiones (escala izquierda): puntos porcentuales]

(porcentaje)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

el segundo trimestre de 2009, por ejemplo, las revisiones también fueron negativas (véase la parte izquierda del gráfico B). Además, en el caso de los datos anteriores a la crisis, se llevaron a cabo una serie de revisiones al alza, mientras que en los datos comprendidos entre el segundo trimestre de 2008 y el segundo trimestre de 2009 se produjeron repetidas revisiones a la baja. Este patrón no es infrecuente, ya que lleva tiempo para que el flujo de información y los procedimientos estadísticos confirmen un cambio en el ciclo económico³.

El papel de los factores de ajuste

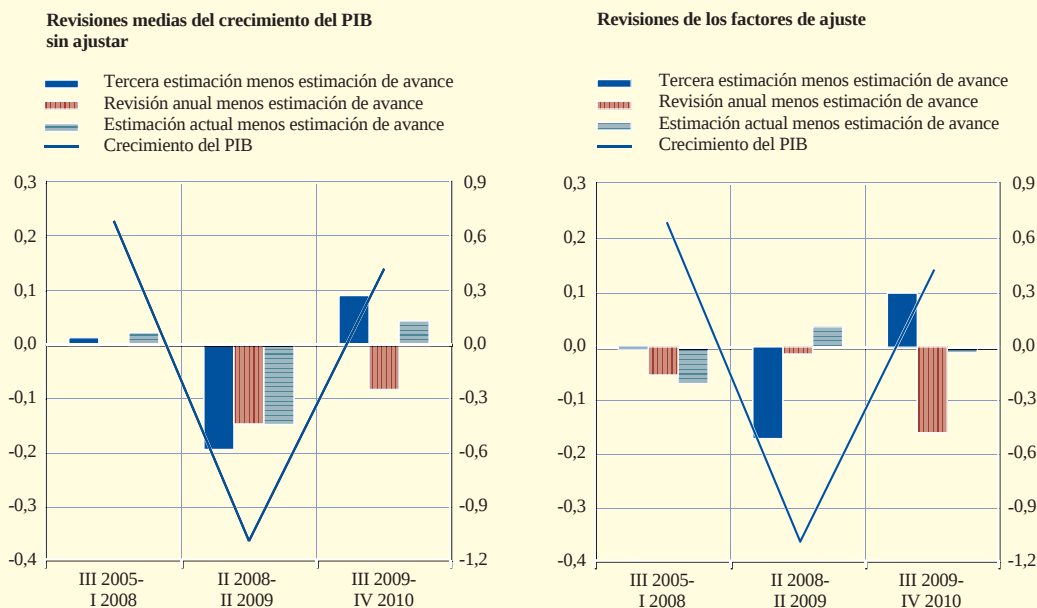
Las variaciones tan grandes registradas en el PIB durante la crisis han hecho más complejo el cálculo de los factores de ajuste por efectos estacionales y de calendario⁴. Desde el segundo trimestre de 2008, las revisiones de los factores de ajuste han sido de la misma magnitud que las revisiones de los datos sin ajustar. De hecho, las importantes variaciones en el PIB que se observaron al principio de la crisis también afectaron al ajuste estacional durante algunos trimestres previos a la crisis, al menos en las revisiones posteriores a la tercera estimación (véase la parte derecha del gráfico C). Además, las revisiones de los datos sin ajustar fueron importantes en períodos durante la crisis y posteriores a ella, como puede verse en la parte izquierda del gráfico C. Por el contrario, las revisiones de los datos sin ajustar durante casi tres años antes de la crisis fueron muy pequeñas, lo que

3 No es sorprendente, por tanto, que en el período posterior a la crisis, para el que los datos son menos maduros, este patrón sea menos claro. Por ejemplo, la revisión anual de 2010, que incluirá fuentes de datos más completas para ese año, estará disponible a finales de 2011.

4 Como los datos ajustados de los distintos países se agregan para dar lugar a cifras ajustadas de la zona del euro, la lectura de los datos de la zona es potencialmente complicada por el empleo de metodologías de ajuste diferentes en los países de la zona. Sin embargo, este hecho debería quedar mitigado porque existen reglas de desestacionalización comunes.

Gráfico C Revisiones medias del crecimiento del PIB de la zona euro sin ajustar y de los factores de ajuste

[crecimiento del PIB (escala derecha): tasas de variación intertrimestral, ajustadas de estacionalidad y de días laborables; revisiones (escala izquierda): puntos porcentuales]



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Nota: Los factores de ajuste hacen referencia al ajuste de estacionalidad y de días laborables. Las revisiones de los datos ajustados son iguales a las revisiones de los datos sin ajustar menos las revisiones de los factores de ajuste.

puede atribuirse al hecho de que los estadísticos pudieron basar sus estimaciones en una evolución económica relativamente constante.

Conclusiones

De la información anterior se pueden extraer tres conclusiones. En primer lugar, las revisiones de las estimaciones iniciales fueron de la misma reducida magnitud antes, durante y después de la crisis si se miden respecto a las correspondientes tasas de crecimiento del PIB. Ello sugiere que las estimaciones de avance han seguido siendo fiables. En segundo lugar, las revisiones de los factores de ajuste por efectos estacionales y de calendario fueron mucho más importantes durante y después de la crisis, lo que refleja una mayor incertidumbre sobre lo que estaba sucediendo durante la crisis. En tercer lugar, las revisiones parecen estar correlacionadas positivamente con las tasas de crecimiento.

Los datos de las encuestas relativas al sector minorista, disponibles hasta marzo de 2011 incluido, son coherentes con una tasa de crecimiento intertrimestral positiva de las ventas del comercio al por menor en el primer trimestre de 2011 (véase gráfico 28). Al mismo tiempo, las matriculaciones de automóviles ascendieron, tanto en enero como en febrero, un 0,2% y un 2,9%, respectivamente. Según la encuesta de opinión de la Comisión Europea, los indicadores de confianza de los consumidores y las compras esperadas de bienes duraderos se mantuvieron prácticamente estables en el primer trimestre de 2011. Este último indicador continua situándose en niveles reducidos, lo que sugiere que los consumidores siguen actuando con cautela cuando se trata de consumir bienes de consumo duradero.

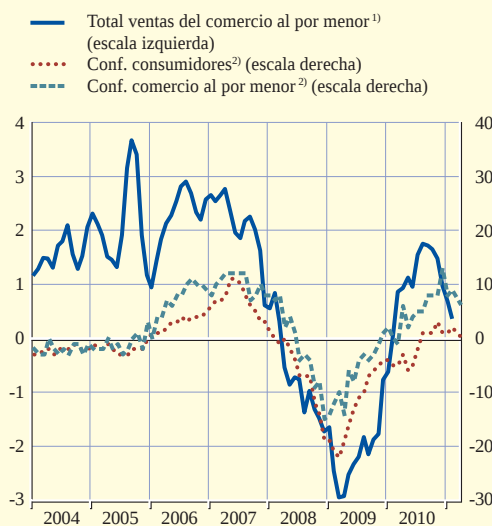
La formación bruta de capital fijo registró una reducción del 0,5%, en tasa intertrimestral, en el cuarto trimestre de 2010, tras un descenso del 0,2% en el trimestre anterior. No obstante, la inversión se situó un 1,1% por encima del nivel alcanzado en el cuarto trimestre de 2009, un aumento explicado por una tasa de crecimiento intertrimestral inusualmente sólida en el segundo trimestre de 2010. En cuanto a la desagregación de la inversión en el cuarto trimestre de 2010, la inversión en construcción disminuyó, debido en parte a las condiciones meteorológicas excepcionalmente frías que se observaron en diciembre, mientras que la inversión, excluida la construcción, se incrementó.

Los indicadores disponibles señalan que en el primer trimestre de 2011 la evolución de la inversión en la zona del euro fue más positiva. La producción de la construcción se elevó un 1,6% en enero de 2011, hasta alcanzar un nivel del 0,3% por encima de la media del cuarto trimestre de 2010. Este último resultado se vio muy influido por un avance extraordinariamente importante en la producción de la construcción en Alemania, que, a su vez, debería considerarse una corrección de la contracción que se observó en este país en diciembre como consecuencia del mal tiempo. Además, el índice de directores de compras (PMI) relativo a la construcción de la zona del euro aumentó en febrero al mayor ritmo registrado en los últimos cuatro años. Al mismo tiempo, el indicador de confianza de la construcción, publicado por la Comisión Europea, mostró un ligero avance entre el cuarto trimestre de 2010 y el primer trimestre de 2011. La producción industrial de bienes de equipo, un indicador de la inversión futura, excluida la construcción, no experimentó variaciones en enero, pero, en el cuarto trimestre de 2010, se situó un 1,5% por encima de su nivel medio. Los datos de las encuestas relativos al sector industrial, excluida la construcción —tanto el índice de producción PMI como el indicador de confianza industrial de la Comisión Europea— mejoraron entre el último trimestre de 2010 y el primero de 2011. Además, la utilización de la capacidad productiva ha aumentado desde mediados de 2009, según las encuestas de la Comisión Europea, y en enero se situó en un nivel ligeramente por debajo de su media de largo plazo.

En lo que respecta a los flujos comerciales, el crecimiento tanto de las exportaciones como de las importaciones mostró señales de estabilización en el cuarto trimestre de 2010, aumentando un 1,6% y un 1%, en tasa intertrimestral, respectivamente. Debido al mayor incremento de las exportaciones, la contribución de la demanda exterior neta al PIB fue de 0,3 puntos porcentuales en el cuarto trimestre de 2010. Los últimos datos publicados y las encuestas recientes sugieren que el comercio de la zona del euro siguió creciendo en el primer trimestre de 2011. Como la actividad mundial continúa fortaleciéndose, es de prever que se produzca una nueva expansión de las exportaciones de la zona del euro en el futuro próximo. El índice PMI de nuevos pedidos exteriores del sector manufacturero de la zona del euro, disponible hasta marzo de 2011, se mantuvo muy por encima del umbral de expansión de 50. Este umbral fluctuó en torno a 58,0 en el primer trimestre de 2011, lo que apunta a un sólido crecimiento de las exportaciones de la zona del euro durante el mismo período.

Gráfico 28 Ventas del comercio al por menor y confianza del comercio al por menor y de los hogares

(datos mensuales)



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

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

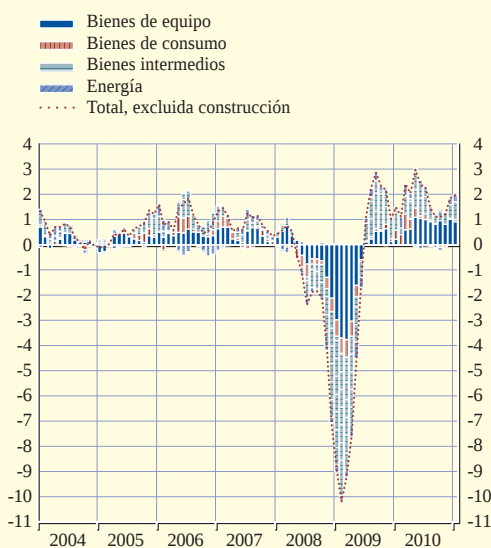
Tras las positivas contribuciones observadas en los dos primeros trimestre de 2010, las aportaciones de la variación de existencias al crecimiento intertrimestral del PIB en los dos últimos trimestres del año fueron reducidas y negativas. La evidencia anecdótica sugiere que la evolución en el último trimestre de 2010 podría estar relacionada con los mayores esfuerzos realizados a finales del año para reducir el capital circulante. Es preciso, por tanto, ser cautos a la hora de interpretar la evolución intertrimestral, ya que las existencias se estiman con cierta incertidumbre estadística y suelen estar sujetas a revisiones. Sin embargo, la contribución media en 2010 fue positiva, lo que es coherente con la recuperación económica y con las expectativas de nuevos aumentos de la demanda. De cara al futuro, las encuestas sugieren variaciones positivas, pero reducidas, en las existencias en el primer trimestre de 2011. Una limitada acumulación de existencias estaría en consonancia con la mejora de la demanda y las expectativas de nuevas subidas de precios.

4.2 PRODUCTO, OFERTA Y MERCADO DE TRABAJO

El valor añadido real se incrementó un 0,3%, en tasa intertrimestral, en el cuarto trimestre de 2010, es decir, una tasa acorde con el PIB e igual a la que se registró en el trimestre anterior. La actividad industrial (excluida la construcción) y los servicios crecieron un 1,1% y un 0,3%, respectivamente, mientras que el valor añadido de la construcción se contrajo un 1,2%, como consecuencia de las condiciones meteorológicas inusualmente frías que se registraron en diciembre de 2010.

Gráfico 29 Crecimiento de la producción industrial y contribuciones

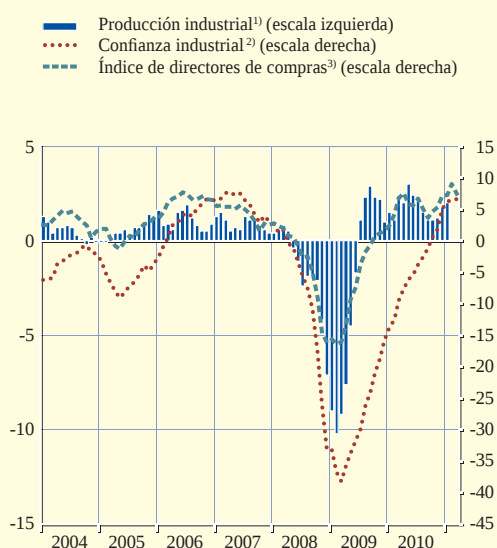
(tasa de crecimiento y contribuciones en puntos porcentuales; datos mensuales desestacionalizados)



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

Gráfico 30 Producción industrial, confianza industrial e índice de directores de compras

(datos mensuales; desestacionalizados)



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

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

1) Tasas de variación intertrimestral.

2) Saldos netos.

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

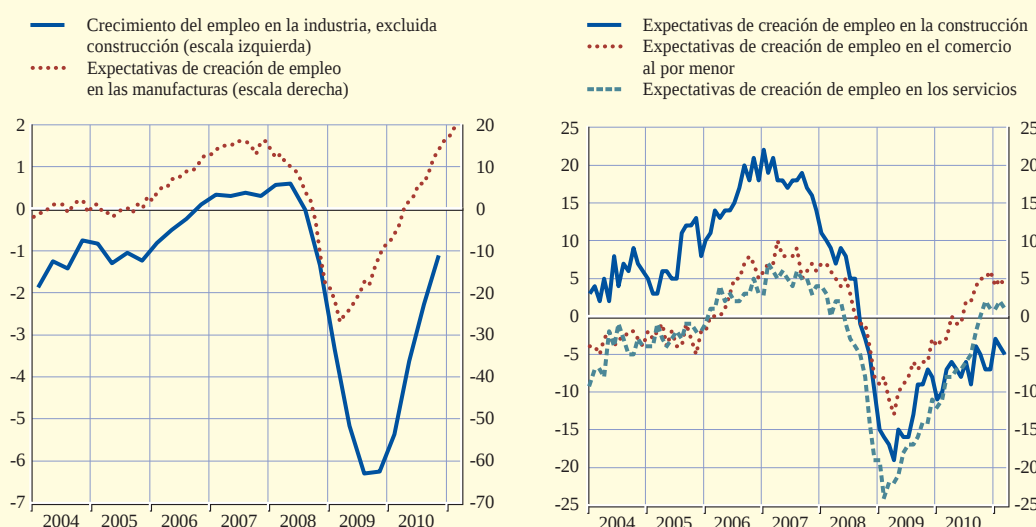
En lo que se refiere a la evolución en el primer trimestre de 2011, la producción industrial (excluida la construcción) mostró un crecimiento nulo en enero de 2011 (véase gráfico 29), aunque se mantuvo un 0,7% por encima de su nivel medio en el cuarto trimestre de 2010. Los nuevos pedidos industriales (excluido el material de transporte pesado) registraron un aumento del 1,8% en enero, por lo que se incrementaron un 3,8% en el cuarto trimestre de 2010. La información más reciente procedente de las encuestas de opinión también sugiere que la economía siguió creciendo, y que este crecimiento pudo incluso acelerarse en el primer trimestre de 2011. Aunque el índice PMI de producción en el sector manufacturero se redujo en marzo, su promedio en el primer trimestre de 2011 seguía siendo de 57,9, frente al valor de 55,7 observado en el cuarto trimestre de 2010 (véase gráfico 30). Por lo que respecta al sector servicios, el panorama es similar. El índice PMI de actividad comercial se elevó en marzo de 2011, por lo que su media en el primer trimestre de 2011 fue de 56,6, 2,3 puntos por encima del nivel alcanzado en el trimestre anterior. Otras encuestas de opinión, como la de la Comisión Europea, están prácticamente en línea con la evolución del PMI.

MERCADO DE TRABAJO

La situación en los mercados de trabajo de la zona del euro ha dado muestras de mejora. El empleo aumentó un 0,2% en el último trimestre de 2010, tras el nulo crecimiento observado en el trimestre anterior (véase cuadro 7). Pese a tasas de crecimiento positivas, el empleo se redujo en promedio, un 0,5% en 2010 en su conjunto, una evolución que el efecto arrastre derivado de la débil evolución observada en 2009 explica totalmente. Sin embargo, las horas trabajadas se incrementaron un 0,4% en 2010. Así pues, la recuperación tuvo inicialmente un efecto más positivo en términos de horas trabajadas, que debería considerarse una corrección de la evolución seguida durante la recesión, cuando gran parte del descenso observado en las horas trabajadas se produjo más a través de la reducción de horas de trabajo individuales que del empleo registrado. Para un análisis más detallado de la evolución reciente del empleo y de las horas trabajadas, véase el recuadro 6.

Gráfico 31 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.

Cuadro 7 Crecimiento del empleo

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

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

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Nota: Los datos se refieren al Euro-17.

1) Incluye también educación, salud y otros servicios.

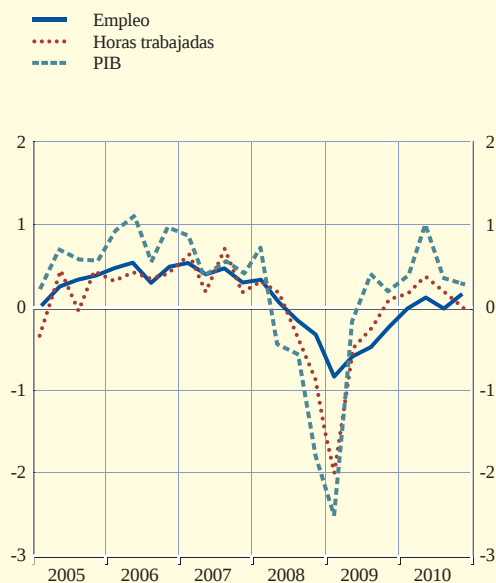
Recuadro 6

EVOLUCIÓN DEL EMPLEO Y DE LAS HORAS TRABAJADAS EN LA ZONA DEL EURO, POR SECTORES

La reciente recesión tuvo un importante efecto negativo en los mercados de trabajo de la zona del euro. Sin embargo, en los últimos trimestres estos mercados han mostrado cada vez más señales de

Gráfico A Crecimiento del empleo, de las horas trabajadas y del PIB en la zona del euro

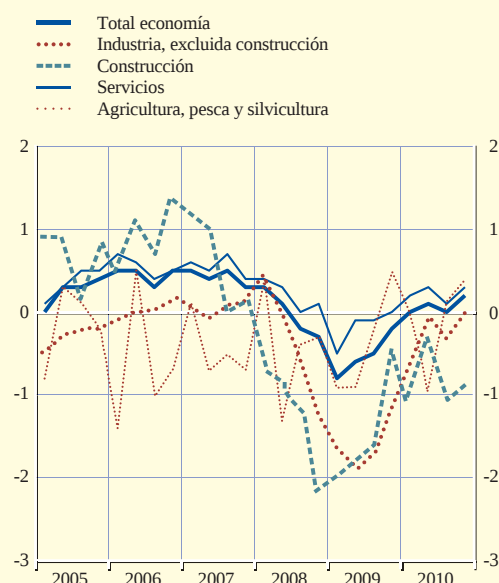
(tasas de variación intertrimestral)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Gráfico B Crecimiento del empleo en la zona del euro, por sectores

(tasas de variación intertrimestral)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

mejora. En este recuadro se examina la evolución reciente del empleo y de las horas trabajadas por sectores, tras la publicación de los datos de contabilidad nacional para el último trimestre de 2010.

El descenso del producto que marcó el inicio de la recesión en la zona del euro en el segundo trimestre de 2008 estuvo seguido, un trimestre más tarde, por los primeros retrocesos en el empleo y en las horas trabajadas (véase gráfico A). Después de seis trimestres consecutivos de contracción, el empleo de la zona del euro se estabilizó en el primer trimestre de 2010. Las horas trabajadas se ajustaron con mayor rapidez durante la recesión y, luego, se recuperaron ligeramente antes, registrando un crecimiento en el último trimestre de 2009, en un contexto de recuperación del producto que se había producido un trimestre antes. No obstante, gran parte del crecimiento (todavía moderado) del empleo observado en los últimos trimestres puede atribuirse a un repunte en los servicios, mientras que el empleo en la industria y en la construcción siguió contrayéndose durante 2010, aunque en grados muy diferentes (véase gráfico B).

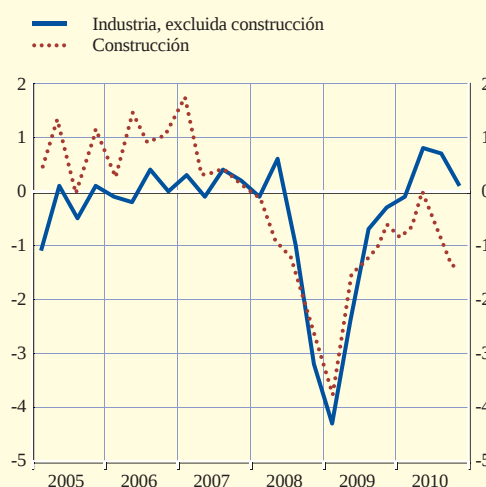
Evolución en la industria

La industria (excluida la construcción) comprende las manufacturas, la energía y la minería. Algunas de las pérdidas de empleo que se observaron durante la reciente recesión eran de esperar como parte del permanente retroceso secular del empleo industrial, pero la crisis aceleró considerablemente la tasa de contracción, con descensos intertrimestrales próximos al 2% cuando la recesión estaba en su peor momento. Las horas trabajadas disminuyeron de forma aún más acusada, ya que, en muchos países, las empresas del sector privado aprovecharon las ventajas de los planes de reducción de las horas de trabajo introducidos para sostener el empleo durante lo más profundo de la recesión¹. Como la actividad ha repuntado, las horas trabajadas han aumentado progresivamente, registrando, en promedio, tasas de crecimiento intertrimestral positivas durante 2010 (véase gráfico C). La fuerte contracción del empleo observada en lo más profundo de la recesión también se desaceleró considerablemente a lo largo del año, hasta el -0,1%, en tasa intertrimestral, en el último trimestre de 2010.

La recesión en la construcción comenzó bastante antes que en la economía en su conjunto, registrándose pérdidas de empleo a partir del primer trimestre de 2008. El empleo siguió contrayéndose en 2010, aunque a un ritmo más lento que en 2009, el año en que se produjo una mayor reducción del empleo. Después de 12 meses consecutivos de contracción, la evolución intertrimestral del empleo y de las horas trabajadas sigue siendo marcadamente negativa.

Gráfico C Crecimiento de las horas trabajadas en la industria y en la construcción de la zona del euro

(tasas de variación intertrimestral)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

1 Para obtener una visión general de las medidas adoptadas frente a la crisis, véase el artículo titulado «Ajustes de los mercados de trabajo a la recesión de la zona del euro», *Boletín Mensual*, BCE, julio de 2010.

Evolución en los servicios

Durante la recesión, el empleo total en el sector servicios no se contrajo en la misma medida que en la industria, debido en gran parte al crecimiento sostenido de los servicios no de mercado (que incluyen el sector público; la educación y la sanidad, tanto pública como privada; y las personas empleadas en los hogares particulares).

Las importantes pérdidas de empleo sufridas en el sector financiero, de seguros e inmobiliario, que comenzaron en el último trimestre de 2008, resultaron tener una duración bastante corta, pues el empleo comenzó a registrar un crecimiento positivo un año más tarde (véase gráfico D). El empleo en este sector siguió creciendo durante 2010, y terminó el año en unos niveles casi idénticos a los del máximo cíclico anterior a la crisis.

En el comercio y el transporte (que incluye el comercio mayorista y minorista, la restauración y el transporte), la recesión dio lugar a súbitas y acusadas reducciones en las horas trabajadas y en el empleo, que se intensificaron en el primer trimestre de 2009. No obstante, desde entonces las perspectivas de empleo han mejorado gradualmente, aumentando las horas trabajadas a partir del último trimestre de 2009 y observándose una recuperación moderada del empleo en el segundo semestre de 2010.

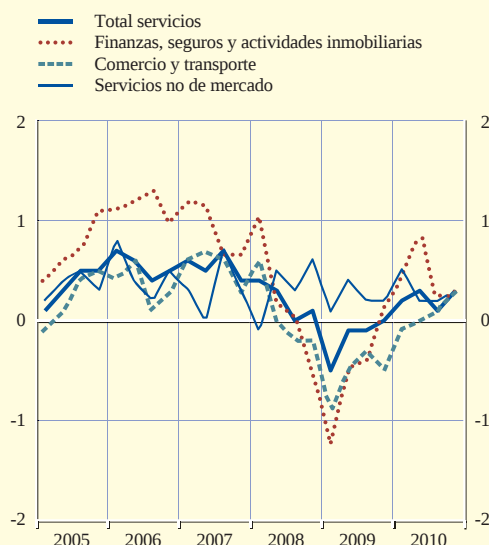
Prioridades de la política de empleo en el período de recuperación

La reciente recesión ha tenido un fuerte impacto en los mercados de trabajo de la zona del euro. Como se prevé que el crecimiento del empleo se recupere de manera gradual, es probable que lleve algún tiempo la absorción del gran número de trabajadores que habían sido despedidos durante la recesión —sobre todo aquellos que trabajaban en la construcción, un sector en rápido crecimiento, y en algunos subsectores industriales, donde la recesión aceleró la relocalización en curso de la producción en países fuera de la zona del euro—. En la coyuntura actual, las reformas laborales que favorecen el crecimiento del empleo han de ser prioritarias en la agenda de los responsables de la política económica. Entre estas reformas, cabe mencionar aquellas que facilitan la reestructuración mediante contratos de trabajo flexibles, que fomentan la contratación por parte de las empresas; las reformas en las instituciones encargadas de la fijación de salarios para que la situación del mercado laboral local quede reflejada adecuadamente en la negociación salarial; las nuevas medidas encaminadas a mejorar la formación de los trabajadores desplazados; y la retirada oportuna de las medidas adoptadas para hacer frente a la crisis.

Desde un punto de vista sectorial, el empleo en los servicios y en la agricultura aumentó en el cuarto trimestre de 2010, al tiempo que disminuyó en la industria (incluida la construcción). La evolución del crecimiento de las horas trabajadas fue más moderada que la del crecimiento del empleo en el cuarto trimestre de 2010.

Gráfico D Evolución del empleo en los servicios de la zona del euro

(tasas de variación intertrimestral)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Gráfico 32 Productividad del trabajo

(tasas de variación interanual)

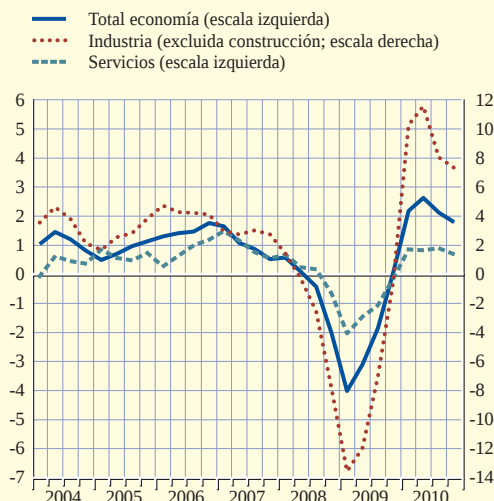
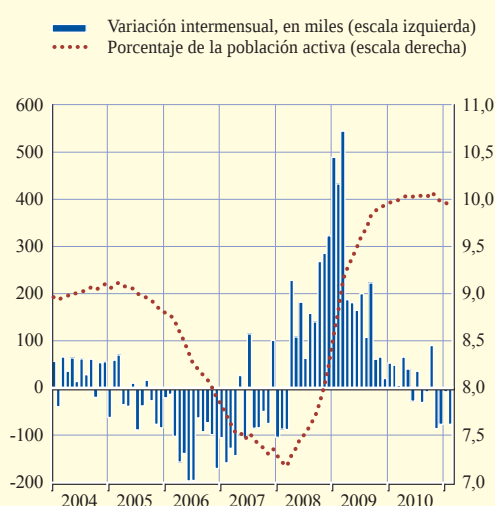

 Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.
Nota: Los datos se refieren al Euro-17.

Gráfico 33 Desempleo

(datos mensuales desestacionalizados)



Fuente: Eurostat.

El crecimiento actual del producto en la zona del euro, junto con el ajuste cíclico, habitualmente retardado, de los mercados de trabajo, contribuyeron al positivo crecimiento de la productividad a lo largo de 2010. En términos interanuales, la productividad agregada de la zona del euro por persona ocupada creció un 1,8% en el cuarto trimestre de 2010, mientras que la productividad por hora trabajada se elevó un 1,3% (véase gráfico 32). En cuanto a la evolución por ramas de actividad, la productividad aumentó en la industria (excluida la construcción), mientras que creció de forma más gradual en los servicios.

Los datos más recientes sobre el mercado de trabajo muestran que la tasa de paro se redujo hasta el 9,9% en febrero, desde el 10% de enero, habiéndose revisado al alza (0,1 puntos porcentuales) esta última cifra (véase gráfico 33). Además, los indicadores de opinión apuntan a un crecimiento positivo del empleo en el primer trimestre de 2011 en la industria y en los servicios (véase gráfico 31), lo que supone una buena señal para el desempleo de la zona del euro en los próximos meses.

4.3 PERSPECTIVAS DE LA ACTIVIDAD ECONÓMICA

Las recientes estimaciones estadísticas y los indicadores de opinión apuntan al mantenimiento del positivo dinamismo subyacente de la actividad económica en la zona del euro a principios de 2011. De cara al futuro, la recuperación en curso de la economía mundial debería seguir sosteniendo las exportaciones de la zona del euro. Al mismo tiempo, teniendo en cuenta el nivel relativamente elevado de confianza empresarial en la zona, la demanda interna del sector privado debería contribuir cada vez más al crecimiento económico, aprovechando la orientación acomodaticia de la política monetaria y 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.

En un entorno de elevada incertidumbre, los riesgos para las perspectivas económicas siguen estando prácticamente equilibrados. Por una parte, el comercio mundial podría continuar creciendo con más rapidez de lo previsto, sosteniendo con ello las exportaciones de la zona del euro. Además, la sólida y sostenida confianza empresarial podría respaldar la actividad económica de la zona en mayor medida de lo que se prevé actualmente. Por otra parte, los riesgos a la baja están relacionados con las tensiones existentes en algunos segmentos de los mercados financieros, que podrían trasladarse a la economía real de la zona del euro. Los riesgos a la baja también guardan relación con las nuevas subidas de los precios de la energía, debido, en particular, a las tensiones de carácter geopolítico, a las presiones proteccionistas y a la posibilidad de que se lleve a cabo una corrección desordenada de los desequilibrios mundiales. Por último, existen riesgos potenciales derivados del impacto económico que el reciente desastre natural y nuclear en Japón pueda tener en la zona del euro y en otras regiones.