

EVOLUCIÓN ECONÓMICA Y MONETARIA

I ENTORNO EXTERIOR DE LA ZONA DEL EURO

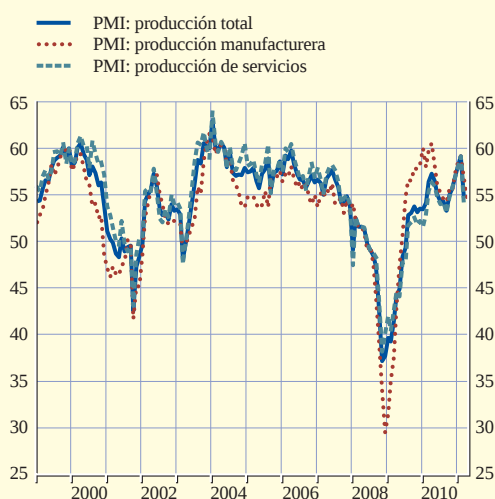
La actividad económica mundial continúa su expansión a un ritmo vigoroso, a pesar del retroceso que muestran los indicadores basados en las encuestas, que sugiere cierta moderación del ritmo de crecimiento. Asimismo, persisten las diferencias con respecto a la posición cíclica entre las distintas regiones, con un crecimiento dinámico y presiones de recalentamiento en las economías emergentes y un crecimiento moderado en las economías avanzadas. Las presiones inflacionistas a escala mundial se han intensificado aún más, debido principalmente al alza de los precios de las materias primas. Dichas presiones son claramente más pronunciadas en las economías emergentes, en la medida en que la abundante liquidez, en un contexto de tipos de interés reducidos y de restricciones de la capacidad productiva, incrementa las presiones de los salarios y los precios de las materias primas.

I.1 EVOLUCIÓN DE LA ECONOMÍA MUNDIAL

La actividad económica mundial continúa su expansión a un ritmo vigoroso, a pesar del retroceso que muestran los indicadores más recientes basados en las encuestas, que sugiere cierta moderación del ritmo de crecimiento. En abril, el índice PMI global de producción de manufacturas y servicios siguió bajando, situándose en 54,7, tras una caída más bien pronunciada hasta 56,8 en marzo desde los 59,1 puntos registrados en el mes anterior. Sin embargo, el nivel de abril se sitúa todavía por encima del valor medio registrado desde su introducción en enero de 1999, de lo que se deduce que el ritmo general de la actividad económica sigue siendo sólido. En el descenso del índice PMI global incidieron, en gran medida, la fuerte caída del PMI de Japón tras el gran terremoto que asoló la zona oriental del país, así como la moderación del PMI de Estados Unidos con respecto al máximo de los últimos siete años registrado en febrero. No obstante, las repercusiones globales a medio plazo de los sucesos acaecidos en Japón deberían seguir siendo más bien limitadas, siempre y cuando las importantes distorsiones de las cadenas de producción mundiales se mantengan en niveles moderados (véase recuadro 1).

Gráfico 1 PMI: producción mundial

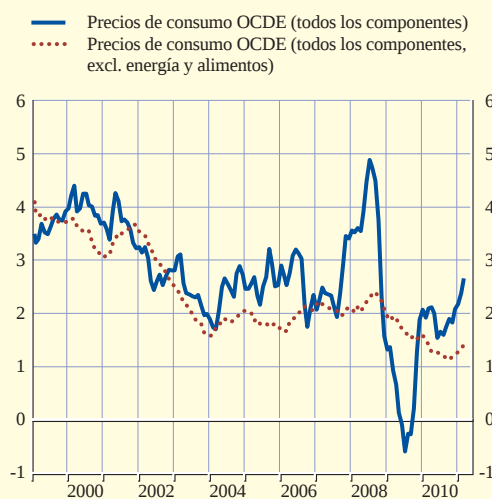
(índice de difusión; datos mensuales desestacionalizados)



Fuente: Markit.

Gráfico 2 Evolución internacional de los precios

(datos mensuales; tasas de variación interanual)



Fuente: OCDE.

Asimismo, persisten las diferencias con respecto a la posición cíclica y al dinamismo del ritmo de crecimiento entre las distintas regiones. Las economías emergentes están registrando un crecimiento vigoroso y operan casi a plena capacidad de producción. Muchos de estos países tienen que hacer frente, cada vez más, a presiones de recalentamiento, a pesar de sus esfuerzos por limitar el crecimiento adoptando políticas monetarias y fiscales más restrictivas. Esta situación contrasta con la que se observa en muchas economías avanzadas, en las que la necesidad de seguir saneando los balances del sector privado, sumada a la persistente debilidad de las condiciones del mercado de trabajo, continúa frenando la recuperación. En los países de la OCDE, el desempleo solo se ha reducido gradualmente en los últimos meses, situándose en el 8,2% en febrero de 2011. El de febrero ha sido el cuarto descenso mensual consecutivo, tras un período de estabilidad en el que la tasa de paro se mantuvo en torno al 8,5% durante la mayor parte de 2010.

Las presiones inflacionistas a escala mundial se han intensificado aún más (en el corto plazo), debido principalmente al alza de los precios de las materias primas que se ha transmitido a lo largo de la cadena de producción. En abril, el índice PMI global de precios de los bienes intermedios del sector manufacturero se redujo ligeramente en comparación con las cifras registradas en los meses anteriores, pero se mantuvo en un nivel elevado de 72,4, lo que indica un nuevo y acusado aumento de los precios medios de dichos bienes. Esta evolución es acorde con la subida de la inflación, medida por los precios de consumo, en el área de la OCDE, que ascendió al 2,7%, en el año transcurrido hasta marzo. Los recientes incrementos tuvieron su origen, principalmente, en el alza de los precios de las materias primas. Excluidos la energía y los alimentos, la inflación en el conjunto de la OCDE aumentó, en marzo, 0,1 puntos porcentuales en comparación con el mes anterior, para situarse en el 1,4%. Las presiones inflacionistas son claramente más pronunciadas en las economías emergentes, en la medida en que la abundante liquidez, en un contexto de tipos de interés reducidos y de restricciones de la capacidad productiva, incrementa las presiones de los salarios y los precios de las materias primas.

Recuadro I

REPERCUSIONES ECONÓMICAS GLOBALES DEL TERREMOTO DE JAPÓN

El gran terremoto que sacudió la región oriental de Japón y el posterior tsunami constituyen una inmensa tragedia humana que ha dejado tras de sí más de 25.000 muertos o desaparecidos y un número aún mayor de desplazados en refugios de emergencia. La destrucción física también es enorme, ya que los daños han afectado a inmuebles, fábricas e infraestructura. Una estimación reciente del Gobierno de Japón sitúa el total de los daños entre 16 y 25 billones de yenes, equivalentes a entre el 3,3% y el 5,2% del PIB en 2010, cifra muy superior a los costes económicos del terremoto de Kobe de 1995, que se cifraron, aproximadamente, en un 2% del PIB.

La experiencia de sucesos anteriores sugiere que la distorsión económica que se produce tras un desastre natural suele ser de corta duración y viene seguida de un repunte más bien rápido estimulado por las actividades de reconstrucción. En el caso del terremoto de Kobe, por ejemplo, el consiguiente descenso de la actividad económica se compensó plenamente en el plazo de unos pocos meses, ya que hubo que reconstruir las instalaciones y el equipo dañados y la capacidad manufacturera se trasladó a otras regiones. En consonancia con estas tendencias, la mayoría de los observadores de los mercados prevén actualmente una fuerte contracción a corto plazo de la actividad económica en Japón. Por consiguiente, se han revisado a la baja las proyecciones de crecimiento de la economía

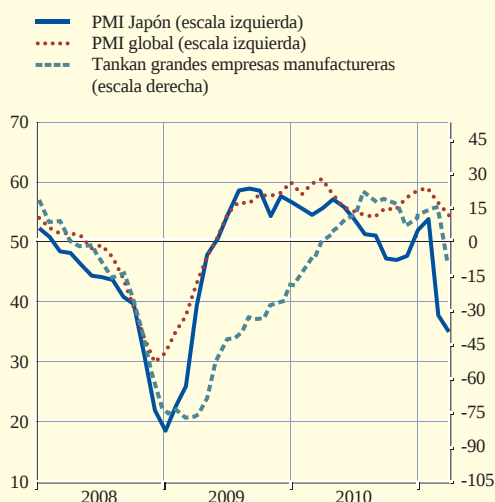
japonesa correspondientes a 2011, pero las perspectivas para 2012 se han revisado al alza. Por ejemplo, el FMI, en sus Perspectivas de la Economía Mundial (PEM) revisó a la baja las proyecciones de crecimiento de Japón situándolas en el 1,4% para 2011 (frente al 1,6% de la actualización de PEM de enero) y al alza hasta el 2,1% las correspondientes a 2012 (desde el 1,8%). La OCDE prevé una desaceleración económica más acusada en 2011 y, según sus proyecciones, el crecimiento del PIB real registrará una caída hasta el 0,8% en 2011 (frente al 1,7% del informe OECD Economic Outlook, publicado en noviembre de 2010), para repuntar hasta el 2,3%, en 2012 (frente al 1,3%).

El impacto negativo del reciente terremoto sobre la actividad es notablemente mayor que el de 1995 y se ha visto intensificado, además, por la crisis nuclear y la falta de energía. La producción de varias instalaciones se ha suspendido o recortado, debido a los daños físicos, a interrupciones en la cadena de abastecimiento dentro de Japón y, con carácter transitorio, por los cortes intermitentes de electricidad como consecuencia de la escasez de oferta energética. La consiguiente y pronunciada caída de la actividad económica se ha reflejado en el PMI de producción del sector manufacturero, que, desde que se produjo el terremoto, ha descendido muy por debajo del umbral de 50 que separa la expansión de la contracción (véase gráfico A). En abril de 2011, se situaba en 35, tras sufrir una acusada caída hasta 37,7 puntos en marzo desde los 53 registrados en febrero. El deterioro del clima empresarial lo ha confirmado, además, la encuesta Tankan de Reuters. Al mismo tiempo, la producción industrial experimentó una caída del 15,3% en marzo en comparación con el mes anterior. La confianza de los consumidores también ha sufrido un deterioro, debido en parte a la incertidumbre asociada a la futura resolución de la situación de la central nuclear de Fukushima.

Las repercusiones internacionales de los sucesos acaecidos en Japón, a través de los lazos comerciales, serán, con toda probabilidad, relativamente moderadas. Aunque Japón es un actor importante en la escena mundial, su economía es más bien cerrada y representa alrededor del 4,5% de las importaciones mundiales. Las economías emergentes de Asia —por su proximidad geográfica— son las más expuestas a lo que ocurra en Japón. En promedio, alrededor del 8% de las exportaciones de estas economías se dirigen a Japón. Los lazos comerciales de Japón con los países de Oriente Medio y Norte de África, así como con Australia, son incluso más estrechos, pero una gran proporción de este comercio corresponde a materias primas. La exposición de Estados Unidos a Japón es mucho menor —apenas algo más del 5% de sus exportaciones— y es incluso más baja en el caso de la zona del euro, ya que solo alrededor del 2,5% de las exportaciones de la zona a terceros países se dirigen a Japón (véase gráfico B). Por lo que se refiere a las importaciones, la zona del euro presenta una fuerte dependencia de los productos japoneses para la producción de algunos compuestos químicos, repuestos de automóviles, componentes fotográficos y maquinaria. En cuanto a las repercusiones fi-

Gráfico A PMI producción manufacturera y encuesta Tankan de Reuters

(índice de difusión datos desestacionalizados; datos mensuales)

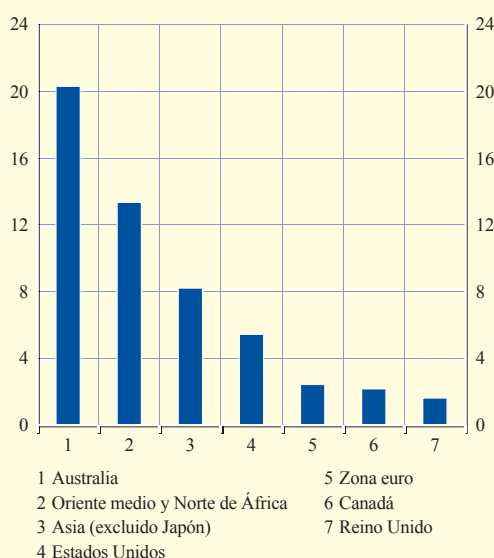


Fuentes: Markit, Reuters.

Nota: La última observación corresponde a abril de 2011.

Gráfico B Exposición del comercio mundial a Japón (medida por la participación de Japón en las exportaciones totales de los respectivos países)

(porcentaje del PIB; media 2005-2009)



Fuentes: Naciones Unidas (Comtrade), FMI (Perspectivas de la Economía Mundial) y expertos del BCE.

Nota : Los agregados geográficos están ponderados por el PIB. El agregado de la zona del euro se refiere al comercio con países no pertenecientes a la zona.

nancieras a escala mundial de los sucesos de Japón, han sido más bien moderadas, ya que, desde una perspectiva financiera, Japón también es una economía relativamente cerrada en comparación con otras economías avanzadas. Por ejemplo, la inversión extranjera en Japón representa solo un 60% del PIB japonés, frente al 140% del PIB en el caso de Estados Unidos y el 175% del PIB en la zona del euro.

No obstante, estos efectos directos sobre el comercio podrían verse amplificados por las posibles distorsiones de las cadenas de abastecimiento mundiales. En el contexto del rápido avance de la globalización registrado en los últimos años, la especialización vertical ha dado lugar a complejas redes de producción mundiales, lo que significa que la falta de algunos componentes podría distorsionar procesos completos de producción en los principales sectores. De hecho, en algunas categorías de productos, una gran proporción de la producción global por parte de varias de las principales compañías mundiales está localizada en la zona afectada por el terremoto y la magnitud de los daños exige, en algunos casos, interrumpir la producción

durante períodos más bien prolongados. La evidencia anecdótica sugiere que ello afecta, principalmente, a la producción de componentes cruciales para la industria mundial del automóvil y la electrónica.

A corto plazo, la mayoría de los fabricantes mundiales pueden recurrir a sus existencias para retrasar y atenuar los efectos de esas perturbaciones en las cadenas de producción. Incluso en una situación de producción «just-in-time», las empresas mantienen normalmente suficientes existencias para unas pocas semanas o incluso meses. Aunque podría tardarse varios meses en obtener los productos en cuestión recurriendo a otro proveedor o reubicando la producción en unas instalaciones que no se hayan visto afectadas, debido a la necesidad de garantizar las pruebas de calidad y la logística, en última instancia, esas fuentes alternativas de oferta deberían ser operativas, de lo que se deduce que los posibles obstáculos en la cadena de abastecimiento deberían seguir siendo solo temporales. Además, se ha restablecido la principal infraestructura de transporte y hay informes de que varias fábricas afectadas por el terremoto de Japón ya han reanudado la producción o se están preparando para hacerlo.

La situación que atraviesa Japón también podría tener efectos de contagio en los precios mundiales de las materias primas por ser Japón uno de los principales importadores. A corto plazo, las distorsiones en el sector industrial y los daños sufridos por las refinerías como consecuencia del terremoto podrían reducir la demanda de materias primas. Sin embargo, a medio plazo, las actividades de reconstrucción probablemente incrementen la demanda de energía y metales básicos, lo que podría

traducirse en cierta presión al alza sobre los precios de estos productos. Esas presiones podrían intensificarse si Japón (y otros países) reconsideran su estrategia nuclear, lo que podría desencadenar una transformación más amplia de la estructura de demanda de energía en el medio plazo.

En conjunto, las repercusiones del terremoto de Japón siguen siendo sumamente difíciles de evaluar. A corto plazo, las perspectivas de la economía japonesa han sufrido un acusado deterioro y los problemas que afectan a las cadenas de producción, tanto a nivel nacional como a nivel mundial, son una fuente de preocupación para algunas empresas. No obstante, a más largo plazo, las posibles distorsiones de las cadenas de producción deberían resolverse con el tiempo y la recuperación inducida por la reconstrucción probablemente respaldará la actividad económica en Japón. Sin embargo, los sucesos recientes podrían tener repercusiones más amplias a largo plazo en la medida en que sea necesario reconsiderar las estrategias en materia de energía, las políticas de existencias y las conexiones de las cadenas de producción.

ESTADOS UNIDOS

En Estados Unidos, la economía continúa su recuperación y el PIB real registró una nueva expansión en el primer trimestre de 2011, aunque a un ritmo más lento que en el cuarto trimestre de 2010. Según el avance de la Oficina de Análisis Económico, el PIB real creció un 1,8% en tasa anualizada en el primer trimestre de 2011, experimentando un descenso desde el 3,1% del último trimestre de 2010. El retroceso en comparación con el trimestre anterior refleja, en gran medida, el crecimiento más débil del gasto en consumo personal, un descenso de la inversión en estructuras y una caída más pronunciada del gasto público. Además, como consecuencia del repunte de las importaciones y de una desaceleración del crecimiento de las exportaciones, la contribución de la demanda exterior neta fue negativa en el primer trimestre de 2011. No obstante, el crecimiento del PIB real se vio respaldado por una fuerte contribución positiva de la acumulación de existencias. Se espera que la desaceleración del crecimiento del PIB real sea transitoria y que continúe la recuperación, aunque a un ritmo menos vigoroso que en otros episodios de recuperación (Véase el artículo titulado «Patrones de los ciclos macroeconómicos en la zona del euro y en Estados Unidos: ¿Qué ha sido diferente esta vez?» en la presente edición del Boletín Mensual).

Por lo que respecta a la evolución de los precios, la inflación interanual medida por el IPC aumentó desde el 2,2% de febrero hasta el 2,7% en marzo. El aumento tuvo su origen en una subida interanual sostenida y pronunciada de los precios de la energía (15,5%) y, en menor medida, de los precios de los alimentos (2,9%). Excluidos la energía y los alimentos, la inflación interanual se elevó hasta el 1,2% en marzo, desde el 1,1% de febrero, lo que sugiere que la transmisión de los costes está cobrando impulso a medida que continúa la recuperación.

El 27 de abril de 2011, el Comité de Operaciones de Mercado Abierto de la Reserva Federal decidió mantener en una banda del 0% al 0,25% el objetivo fijado para el tipo de interés de los fondos federales. Como se mencionó en la conferencia de prensa inaugural que siguió a la reunión, el Comité sigue pronosticando que la situación económica, incluidas las bajas tasas de utilización de los recursos, la moderada tendencia de la inflación y la estabilidad de las perspectivas de inflación, justificará que dicho tipo de interés se mantenga en niveles excepcionalmente bajos durante un período prolongado.

JAPÓN

Los indicadores de corto plazo muestran una desaceleración sustancial de la economía japonesa en las fechas inmediatamente siguientes al gran terremoto que asoló la región oriental de Japón. La producción industrial se redujo un 15,3%, en tasa intermensual, en marzo, mucho más que tras el terremoto de Kobe

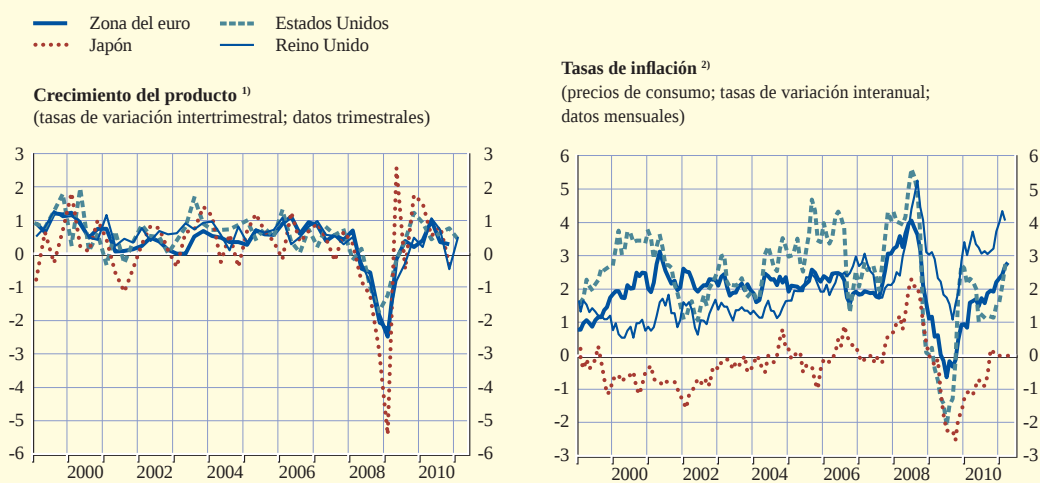
(-2,6%, en tasa intermensual, en enero de 1995). Además, la confianza empresarial y de los consumidores ha experimentado un deterioro. La encuesta Tankan de Reuters indicaba que la confianza empresarial registró una caída récord en abril y que se prevé un nuevo empeoramiento. Al mismo tiempo, se han alcanzado algunos progresos en la reconstrucción de las infraestructuras y el restablecimiento de la producción. Las repercusiones globales siguen siendo difíciles de evaluar y los problemas de las cadenas de producción continúan siendo una fuente de preocupación para algunas empresas. La inflación interanual, medida por el IPC, fue igual a cero en marzo por cuarto mes consecutivo, como consecuencia de la debilidad de la demanda. Excluidos los alimentos frescos, la inflación interanual, medida por el IPC, fue del -0,1%, mientras que, si se excluyen la energía y los alimentos frescos, la tasa se sitúa en el -0,7%.

El 28 de abril de 2011, el Banco de Japón decidió mantener sin variación, entre el 0,0% y el 0,1%, el objetivo fijado para los tipos de interés de los préstamos a un día sin garantía. Asimismo, además de las medidas de emergencia anunciadas en marzo, el 7 de abril de 2011 el Banco de Japón decidió introducir una operación de provisión de fondos, para proporcionar a las instituciones financieras de las zonas afectadas por el desastre financiación a más largo plazo, y ampliar la gama de activos de garantía admitidos para las operaciones del mercado monetario, a fin de garantizar la suficiente capacidad de financiación a dichas instituciones.

REINO UNIDO

En el Reino Unido, la actividad económica se recuperó en el primer trimestre de 2011. Según estimaciones provisionales, el PIB real creció un 0,5% en tasa intertrimestral en el primer trimestre de 2011, tras un descenso del 0,5% en el cuarto trimestre de 2010 y un aumento del 0,7% en el trimestre precedente (véase gráfico 3). La expansión del producto en el primer trimestre fue impulsada por el sector servicios y el sector manufacturero, mientras que en la construcción continuó el descenso. Los precios de la vivienda han mantenido una trayectoria descendente 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 medidas

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.

de estímulo monetario, la demanda externa y la reciente 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, descendiendo hasta el 4% en marzo de 2011, desde el 4,4% registrado en febrero, principalmente como consecuencia de los efectos retardados de la depreciación de la libra esterlina, el alza de los precios de las materias primas y el aumento del tipo impositivo del IVA en enero de 2011. De cara al futuro, estos factores probablemente seguirán ejerciendo presiones al alza sobre la inflación interanual medida por el IPC. En los últimos meses, el Comité de Política Monetaria del Bank of England ha mantenido en el 0,5% el tipo de interés oficial al que se remuneran las reservas de las entidades de crédito.

CHINA

En China, el PIB real creció un 9,7%, en tasa interanual, en el primer trimestre de 2011, frente al 9,8% del trimestre anterior, lo que indica la capacidad de resistencia de la economía, pese al continuo endurecimiento de las políticas. La inversión y el consumo fueron las principales fuentes de crecimiento del PIB en el primer trimestre de 2011. Por el contrario, la contribución de la demanda exterior neta al crecimiento fue negativa, debido, principalmente, a la solidez de la demanda interna.

En marzo, la inflación interanual, medida por el IPC, aumentó hasta el 5,4%, desde el 4,9% de febrero, impulsada principalmente por los precios de los alimentos. Por otro lado, se prevé que los elevados precios de las materias primas y la persistencia de una abundante liquidez mantengan las presiones inflacionistas en niveles altos, al menos durante el primer semestre de 2011. Los datos del mercado inmobiliario sobre precios y volúmenes de construcción muestran algunas señales de desaceleración en respuesta a las medidas restrictivas. En un contexto de presiones inflacionistas sostenidas y de una nueva aceleración del crecimiento de los nuevos préstamos y de M2, el Banco Central de la República Popular China siguió dando una orientación más restrictiva a su política monetaria en abril. Los tipos de interés de referencia de los depósitos y préstamos a un año se elevaron en 25 puntos básicos. También se elevó, en 50 puntos básicos, el coeficiente de reservas, a fin de neutralizar el aumento sostenido de la liquidez interna resultante de la fuerte afluencia de capital. El saldo de las reservas oficiales de divisas sobrepasó el umbral de 3 billones de dólares estadounidenses al final del primer trimestre.

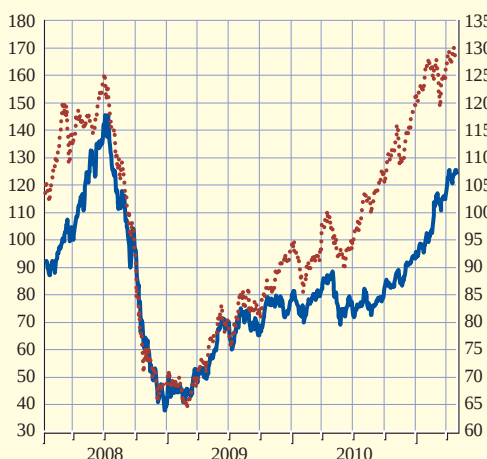
1.2 MERCADOS DE MATERIAS PRIMAS

Los precios del petróleo siguieron subiendo en abril. El precio del barril de Brent se situaba, el 4 de mayo de 2011, en 123,8 dólares estadounidenses, es decir, un 32,8% por encima del nivel de comienzos del año (véase gráfico 4). De cara al futuro, los participantes en los mercados 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 a unos 114,2 dólares estadounidenses el barril.

La demanda ha experimentado un sólido crecimiento en los últimos meses, tanto en las economías emergentes como en las desarrolladas. Ello, sumado a las perturbaciones por lado de la demanda, generadas por la agitación social en Libia, ha dado lugar a una notable caída de las existencias. Actualmente están comenzando a materializarse algunas señales de desaceleración del ritmo de crecimiento de la demanda, posiblemente como consecuencia de los elevados precios. No obstante, cualquier otra distorsión de la oferta que pueda producirse intensificará, probablemente, la presión al alza sobre los precios.

Gráfico 4 Evolución de los precios de las materias primas

— Brent (dólares por barril; escala izquierda)
 Materias primas no energéticas
 (dólares; índice: 2010 = 100; escala derecha)



Fuentes: Bloomberg y HWWI.

Los precios de las materias primas no energéticas aumentaron ligeramente en abril. Los precios de los alimentos se mantuvieron estables en respuesta a la información ambivalente sobre la situación de la siembra en Estados Unidos. Los precios de los metales registraron algunos aumentos, impulsados en particular por el níquel y el aluminio. En cifras agregadas, el índice de precios de las materias primas no energéticas (denominado en dólares estadounidenses) se situaba, a finales de abril, un 6,2% por encima del nivel observado a comienzos del año.

1.3 TIPOS DE CAMBIO

En abril y en los primeros días de mayo, 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, continuó la apreciación iniciada en enero de 2011. Como resultado, el 4 de mayo de 2011, el tipo de cambio efectivo nominal de la moneda única se situaba un 4,3% por encima del nivel de finales de enero de 2011 y un 3,7% por encima de la media de 2010 (véase gráfico 5).

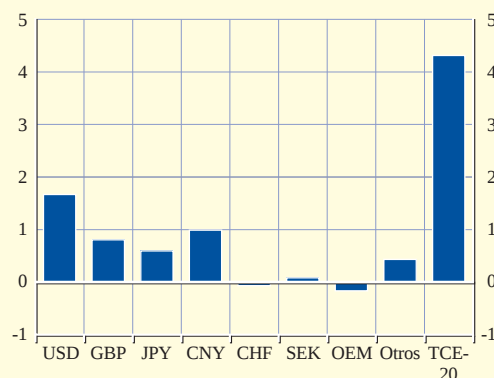
Gráfico 5 Tipo de cambio efectivo del euro (TCE-20) y sus componentes¹⁾

(datos diarios)

Índice: I 1999 = 100



Contribuciones a las variaciones del TCE-20²⁾
 Del 31 de enero de 2011 al 4 de mayo 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 4 de mayo de 2011	Apreciación (+)/depreciación (-) del euro al 4 de mayo de 2011		
			desde:		en comparación con:
			31 de enero de 2011	1 de enero de 2010	media de 2010
Dólar estadounidense	19,4	1,49	8,7	3,4	12,3
Libra esterlina	17,8	0,900	4,5	1,0	4,9
Renminbi chino	13,6	9,66	7,0	-1,6	7,7
Yen japonés	8,3	120,8	7,2	-9,7	3,8
Franco suizo	6,4	1,28	-0,5	-13,8	-7,1
Zloty polaco	4,9	3,94	0,0	-4,1	-1,5
Corona sueca	4,9	9,01	1,6	-11,6	-5,5
Corona checa	4,1	24,21	-0,1	-7,9	-4,3
Won coreano	3,9	1.596,48	4,1	-4,0	4,2
Forint húngaro	3,1	264,68	-3,3	-1,9	-3,9
TCEN ²⁾		108,5	4,3	-3,0	3,7

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).

En términos bilaterales, en los tres últimos meses el euro se apreció frente a la mayoría de las principales monedas. Entre el 31 de enero y el 4 de mayo de 2011, se apreció un 7,2% frente al yen japonés, un 8,7% frente al dólar estadounidense y un 4,5% frente a la libra esterlina. La moneda única también se apreció significativamente frente a las principales monedas asiáticas, así como frente al dólar canadiense (véase cuadro 1). La apreciación del euro frente al dólar estadounidense, sumada al correspondiente fortalecimiento frente a las monedas vinculadas al dólar representó alrededor del 65% de la apreciación total en términos efectivos (véase gráfico 5). Los mercados de divisas experimentaron un brote de fuerte volatilidad tras el terremoto de Japón en marzo, pero a comienzos de abril, la volatilidad retornó a valores más próximos, o incluso inferiores, a las medias históricas. La volatilidad, medida a partir de los precios de las opciones sobre tipo de cambio, aumentó de nuevo a lo largo de abril y principios de mayo.

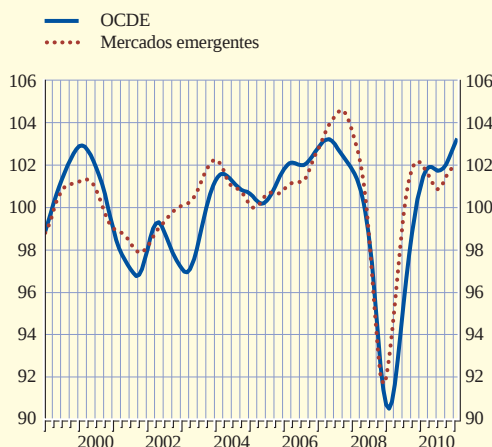
Entre el 31 de enero y el 4 de mayo de 2011, las monedas que participan en el MTC II se mantuvieron, en general, estables frente al euro, cotizando al tipo de cambio correspondiente a las respectivas paridades centrales o en torno a dichas paridades. El lats letón, tras haber permanecido durante muchos 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, progresivamente, hacia la zona débil de la banda.

1.4 PERSPECTIVAS DEL ENTORNO EXTERIOR

De cara al futuro, se prevé que, a pesar de la moderación más reciente del ritmo de crecimiento, las perspectivas de la economía mundial sigan siendo favorables y que la recuperación económica mundial continúe siendo cada vez más autosostenida. Esta previsión es acorde con el indicador sintético adelantado de la OCDE más reciente, correspondiente a febrero de 2011, que sigue apuntando a una expansión económica en la mayoría de los países de esta organización. Las favorables perspectivas de la actividad económica mundial se apoyan también en el aumento sostenido de las cifras del componente de nuevos pedidos del índice PMI global. Los trágicos sucesos acaecidos en Japón y las tensiones en Oriente Medio y el Norte de África han hecho que las perspectivas mundiales se tornen más inciertas, pero es

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.

improbable que hagan descarrilar el proceso de recuperación mundial. Por lo que respecta a Japón, se prevé que las distorsiones de la actividad económica sean más bien breves y vengan seguidas de un repunte relativamente rápido, impulsado por las labores de reconstrucción.

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.

2 EVOLUCIÓN MONETARIA Y FINANCIERA

2.1 DINERO Y CRÉDITO DE LAS IFM

La tasa de crecimiento interanual de M3 registró un aumento en marzo de 2011, mientras que la de los préstamos concedidos por las IFM al sector privado se mantuvo prácticamente invariable. El crecimiento interanual de los préstamos a los hogares y a las sociedades no financieras continuó siendo lento. En general, si se considera más allá de la evolución a corto plazo, los datos monetarios más recientes siguen apuntando a una recuperación gradual del crecimiento monetario y de los préstamos en la zona del euro. La valoración de que, actualmente, el ritmo subyacente de expansión monetaria es moderado sigue siendo válida. No obstante, la liquidez monetaria continúa siendo abundante y puede contribuir a acomodar las presiones inflacionistas. Por último, los principales activos de las IFM disminuyeron en marzo, tras haber experimentado un incremento considerable en los dos meses anteriores.

EL AGREGADO MONETARIO AMPLIO M3

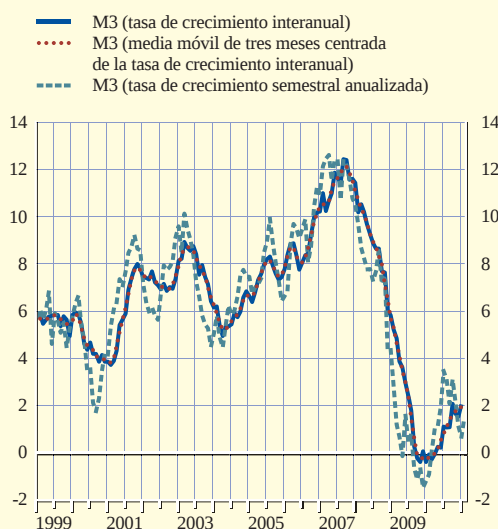
La tasa de crecimiento interanual de M3 experimentó un nuevo incremento en marzo, mes en que se situó en el 2,3%, desde el 2,1% de febrero (véase gráfico 7). Este aumento fue consecuencia de las elevadas entradas mensuales registradas en M3 en el mes de referencia, pese al impacto negativo de las operaciones realizadas a través de entidades de contrapartida central (ECC). Estos flujos mensuales estuvieron impulsados, en gran parte, por las significativas entradas mensuales observadas en los depósitos a la vista y en los valores distintos de acciones hasta dos años. Si esta evolución se considera más allá de la volatilidad que caracteriza a los flujos mensuales, los datos más recientes apuntan a que continúa la recuperación gradual del crecimiento interanual de M3. Al mismo tiempo, el crecimiento interanual del agregado monetario amplio sigue siendo reducido en términos históricos.

La evolución de M3 y de sus principales componentes en los últimos meses continúa reflejando, en gran medida, la configuración de los tipos de interés. Desde noviembre de 2010, la pendiente de la curva de rendimientos ha aumentado progresivamente, lo que ha hecho que los activos monetarios incluidos en M3 hayan perdido parte de su atractivo frente a activos a más largo plazo mejor remunerados no incluidos en este agregado monetario. Al mismo tiempo, el aumento gradual del diferencial positivo entre los tipos de interés de los depósitos a corto plazo y los de los depósitos a la vista observado desde el segundo semestre de 2009 ha provocado un estrechamiento constante de la brecha entre la tasa de crecimiento interanual de M1 y la de los depósitos a corto plazo distintos de los depósitos a la vista (es decir, M2 menos M1).

En cuanto a las contrapartidas, la tasa de crecimiento interanual de los préstamos concedidos al sector privado experimentó un ligero descenso en marzo, ocultando dos trayectorias divergentes. Por un lado, las tasas de crecimiento interanual de los préstamos a las sociedades no financieras y a los hogares aumentaron, mientras que, por otro, la

Gráfico 7 Crecimiento de M3

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



Fuente: BCE.

de los préstamos a los intermediarios financieros no monetarios distintos de las empresas de seguros y los fondos de pensiones (OIF) registró una disminución, debido principalmente a las salidas mensuales observadas en los préstamos a ECC. Aunque el ajuste de los datos por la baja de préstamos de los balances implica que la reducción del crecimiento de los préstamos al sector privado fuera más pronunciada en marzo, la valoración general de que el crecimiento de los préstamos se recuperó gradualmente en el primer trimestre de 2011 sigue siendo válida.

Los principales activos mantenidos por las IFM de la zona del euro se redujeron en marzo, como reflejo, principalmente, de la disminución de los préstamos entre IFM y de las tenencias de valores del sector público. No obstante, si se considera el primer trimestre en su conjunto, los principales activos del citado sector aumentaron de nuevo, lo que indica que no debe concederse excesiva importancia al descenso observado en marzo.

PRINCIPALES COMPONENTES DE M3

Las tasas de crecimiento interanual de M1 y de los instrumentos negociables se mantuvieron prácticamente invariables en marzo, mientras que la de otros depósitos a corto plazo continuó fortaleciéndose. Esta evolución refleja, en cierta medida, el aumento gradual de la remuneración de otros depósitos a corto plazo observado en los últimos meses.

La tasa de crecimiento interanual de M1 aumentó ligeramente en marzo, hasta el 3%, desde el 2,9% de febrero. Aunque este incremento fue marginal, los depósitos a la vista mostraron una dinámica vigorosa. En concreto, tras registrar flujos de salida considerables en enero y entradas muy reducidas en febrero, en marzo se observaron abultados flujos de entrada en estos depósitos, que fueron generalizados en los distintos sectores (en términos desestacionalizados). Habida cuenta de la volatilidad de estos flujos, no debe concederse excesiva importancia a la evolución mensual.

La tasa de crecimiento interanual de los depósitos a corto plazo distintos de los depósitos a la vista aumentó de manera significativa en marzo, hasta el 2,2%, desde el 1,8% del mes precedente. Este incremento oculta el hecho de que los flujos mensuales de entrada en estos depósitos solo variaron ligeramente y siguieron siendo reducidos en marzo, al igual que en febrero. Es probable que estos flujos mensuales reducidos, aunque positivos, reflejen el carácter gradual del aumento de los tipos de interés a los que se remuneran estos depósitos. La configuración actual de los tipos de interés, así como la esperada en el futuro, indica que es posible que estos flujos positivos continúen en el corto plazo, en detrimento de los depósitos a la vista.

Al mismo tiempo, se observó una evolución divergente en los dos subcomponentes: la tasa de crecimiento interanual de los depósitos de ahorro a corto plazo (es decir, los depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses) continuó descendiendo ligeramente, si bien siguió siendo muy positiva, y la de los depósitos a corto plazo (esto es, los depósitos a plazo hasta dos años) volvió a incrementarse, aunque se mantuvo en niveles moderadamente negativos, reflejando el aumento de la remuneración de estos depósitos en relación con la de los depósitos de ahorro a corto plazo en los últimos meses.

La tasa de crecimiento interanual de los instrumentos negociables (es decir M3 menos M2), permaneció prácticamente invariable en marzo, en el -0,2%, aunque las entradas mensuales en este componente descendieron significativamente en comparación con febrero. Este descenso se debió, en gran medida, a los considerables flujos de salida registrados en las cesiones temporales, relacionados, en su mayor parte, con operaciones de préstamos interbancarios con garantía realizadas a través de ECC, tras observarse entradas aún más elevadas el mes anterior. Esta evolución se vio compensada, aunque solo par-

cialmente, por el aumento de las ventas netas de valores distintos de acciones a corto plazo de las IFM al sector tenedor de dinero, mientras que las participaciones en fondos del mercado monetario se mantuvieron moderadas en marzo.

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 mantuvo prácticamente invariable en marzo. Esto se debió a un ligero aumento de la tasa de crecimiento interanual de los depósitos de M3 mantenidos por los hogares, que, en general, se vio compensado por un leve descenso de la tasa de crecimiento interanual de las tenencias de estos depósitos por las sociedades no financieras. En términos de flujos mensuales, los depósitos de M3 registraron un flujo de salida significativo en marzo, impulsado por las elevadas salidas registradas en las cesiones temporales relacionadas con operaciones realizadas a través de ECC, como se ha indicado anteriormente. Esta evolución quedó contrarrestada, aunque solo en parte, por las entradas en los depósitos de M3 mantenidos por los hogares y las sociedades no financieras.

PRINCIPALES CONTRAPARTIDAS DE M3

En cuanto a las contrapartidas de M3, la tasa de crecimiento interanual del crédito concedido por las IFM a residentes en la zona del euro se redujo hasta situarse en el 3,2% en marzo, desde el 3,8% de febrero (véase cuadro 2). Esto se debió al crecimiento más débil del crédito concedido a las Administraciones Públicas, mientras que el crédito otorgado al sector privado se mantuvo prácticamente sin variación.

Dentro del crédito a las Administraciones Públicas, tanto la tasa de crecimiento interanual de los préstamos concedidos por las IFM como la de los valores distintos de acciones adquiridos por este sector experimentaron un descenso en marzo. Ambas tasas de crecimiento se mantuvieron en niveles elevados, reflejando el impacto causado por la financiación de las transferencias de activos a «bancos malos», que seguirá siendo patente en las tasas de crecimiento 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 II	2010 III	2010 IV	2011 I	2011 Feb	2011 Mar
M1	49,1	10,3	7,8	4,9	3,2	2,9	3,0
Efectivo en circulación	8,4	6,4	6,5	5,6	4,9	5,1	3,7
Depósitos a la vista	40,7	11,2	8,1	4,8	2,9	2,4	2,8
M2 - M1 (= otros depósitos a corto plazo)	38,9	-8,0	-5,1	-1,1	1,3	1,8	2,2
Depósitos a plazo hasta dos años	18,9	-21,4	-16,2	-8,8	-2,8	-1,6	-0,3
Depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses	20,0	10,3	8,4	7,3	5,4	5,2	4,8
M2	88,1	1,5	1,7	2,2	2,4	2,4	2,6
M3 - M2 (= instrumentos negociables)	11,9	-9,7	-6,5	-3,0	-1,8	-0,3	-0,2
M3	100,0	-0,1	0,7	1,5	1,9	2,1	2,3
Crédito a residentes en la zona del euro		1,8	2,0	3,3	3,6	3,8	3,2
Crédito a las Administraciones Públicas		9,0	7,5	11,5	10,6	10,5	7,7
Préstamos a las Administraciones Públicas		6,7	6,5	15,4	17,8	17,8	14,2
Crédito al sector privado		0,2	0,8	1,5	2,1	2,3	2,2
Préstamos al sector privado		0,2	0,9	1,7	2,4	2,6	2,5
Préstamos al sector privado ajustados por ventas y titulizaciones		0,1	1,0	1,9	2,8	3,0	2,8
Pasivos financieros a más largo plazo (excluidos capital y reservas)		4,4	2,6	2,7	2,8	3,0	2,9

Fuente: BCE.

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

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 II	2010 III	2010 IV	2011 I	2011 Feb	2011 Mar
Sociedades no financieras	42,3	-2,2	-1,3	-0,4	0,5	0,6	0,8
Hasta un año	24,4	-10,8	-8,3	-5,0	-1,5	-1,0	-0,4
De uno a cinco años	19,0	-4,6	-3,4	-2,1	-2,0	-1,8	-1,8
Más de cinco años	56,6	3,1	2,9	2,5	2,2	2,2	2,3
Hogares²⁾	46,9	2,6	2,8	2,8	3,1	3,0	3,4
Crédito al consumo ³⁾	12,1	-0,5	-0,5	-0,7	-0,8	-0,7	-0,9
Préstamos para adquisición de vivienda ³⁾	72,1	3,0	3,4	3,5	3,9	3,8	4,4
Otras finalidades	15,8	3,2	2,9	2,5	2,6	2,6	2,1
Empresas de seguros y fondos de pensiones	0,8	-9,1	-1,1	7,6	7,5	8,6	5,6
Otros intermediarios financieros no monetarios	10,0	0,8	2,4	4,6	7,0	8,7	5,7

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.

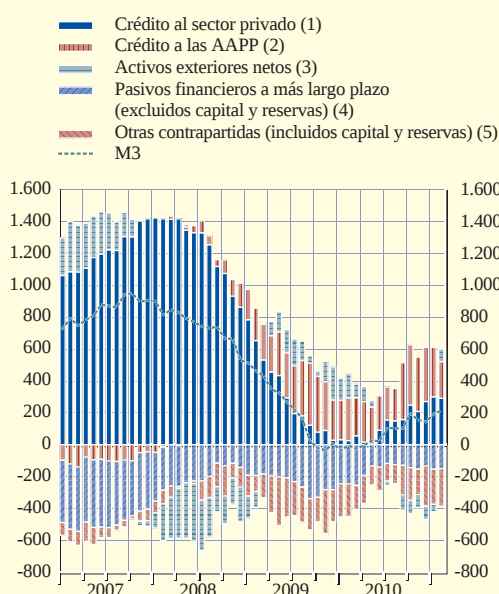
La tasa de crecimiento interanual del crédito otorgado al sector privado de la zona del euro se mantuvo prácticamente invariable en marzo, en el 2,2%, tras haberse situado en el 2,3% el mes precedente, pese a la reversión del elevado flujo de entrada observado en los préstamos a OIF en febrero, como consecuencia de las operaciones interbancarias de cesión temporal realizadas a través de ECC. Además, la evolución del crédito al sector privado se vio afectada en marzo por una importante transacción que tuvo su origen en la reversión de una operación de titulización efectuada anteriormente y que se tradujo en una disminución considerable de las tenencias de valores emitidos por OIF y en la baja de préstamos para adquisición de vivienda del balance correspondiente de las IFM.

La tasa de crecimiento interanual de los préstamos a las sociedades no financieras continuó fortaleciéndose en marzo, mes en que se situó en el 0,8%, desde el 0,6% de febrero. Los flujos mensuales fueron ligeramente positivos, como consecuencia de los préstamos concedidos, en términos netos, a plazos de vencimiento superiores a cinco años. Al mismo tiempo, la heterogeneidad entre países observada en la evolución de los préstamos siguió siendo significativa, en consonancia con el hecho de que la recuperación de la actividad económica está siendo desigual y con las diferencias que actualmente se observan en las necesidades de financiación externa de los sectores industriales individuales en los distintos países de la zona del euro.

La tasa de crecimiento interanual de los préstamos a los hogares aumentó hasta situarse en el 3,4% en marzo, desde el 3% del mes precedente, como consecuencia, fundamentalmente, de la reversión de una operación de titulización efectuada anteriormente en la que se utilizaron préstamos para adquisición de vivienda como garantía y que contribuyó con 20 mm de euros a las entradas de marzo. Tras ajustar los datos por este efecto, el flujo de préstamos a los hogares todavía es marcadamente positivo, aunque la tasa de crecimiento interanual se mantuvo invariable con respecto a febrero. Los flujos de salida registrados en el crédito al consumo se estancaron durante el mes y aumentaron en términos interanuales. Es probable que esta debilidad esté relacionada con la reticencia a realizar compras «importantes», asociada al hecho de que el crecimiento de la renta disponible sigue siendo moderado y a los elevados niveles de endeudamiento de los hogares. Por tanto, en general, los datos de marzo tienden a confirmar las señales observadas anteriormente de que la recuperación de los préstamos se ha moderado en los últimos meses.

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.

Para más información sobre la evolución de la demanda de préstamos por parte de las empresas y los hogares de la zona del euro y de los criterios aplicados por las entidades de crédito para la aprobación de préstamos y líneas de crédito, véase el recuadro titulado «Resultados de la encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro de abril de 2011». Asimismo, en el recuadro titulado «Cuentas integradas de la zona del euro del cuarto trimestre de 2010», que figura en la sección 2.6, se presenta un análisis más amplio del ahorro, de la inversión y de la financiación, detallado por sectores institucionales.

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 mantuvo prácticamente invariable en marzo, en el 2,9%. Esta evolución oculta unos niveles de crecimiento divergentes de los principales instrumentos. Por un lado, la tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones a largo plazo de las IFM cayó hasta situarse en el 2,6% en marzo, frente al 3% de febrero, por lo que se mantiene en niveles reducidos, pese a las considerables entradas mensuales registradas en los dos primeros meses de 2011. Por

otro, la tasa de crecimiento interanual de los depósitos a plazo a más de dos años se incrementó hasta el 3,9%, desde el 3,6% de febrero. En los últimos meses, las empresas de seguros y los fondos de pensiones han contribuido a la moderación de esta tasa, aunque otros sectores han colocado fondos adicionales en este instrumento.

En la posición acreedora neta frente al exterior de las IFM se registró un flujo de entrada interanual de 80 mm de euros en marzo, en comparación con una salida de 46 mm de euros el mes precedente (véase gráfico 8). Esta evolución tiene su origen en un ligero aumento de las entradas interanuales en préstamos concedidos por las IFM a no residentes y en un descenso considerable de las salidas interanuales de pasivos exteriores de las IFM. El descenso de los pasivos exteriores fue resultado, principalmente, de la reducción de los depósitos mantenidos por no residentes en las IFM de la zona del euro.

En general, si se considera más allá de la evolución a corto plazo, los datos monetarios más recientes continúan apuntando a una recuperación gradual del crecimiento monetario y de los préstamos en la zona del euro. La valoración de que, actualmente, el ritmo de expansión monetaria subyacente es moderado sigue siendo válida. No obstante, la liquidez monetaria sigue siendo abundante y podría contribuir a acomodar las presiones inflacionistas.

Recuadro 2

RESULTADOS DE LA ENCUESTA SOBRE PRÉSTAMOS BANCARIOS EN LA ZONA DEL EURO DE ABRIL DE 2011

En este recuadro se presentan los principales resultados de la encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro de abril de 2011, que realiza el Eurosistema y que se llevó a cabo entre el 14 y el 31 de marzo de 2011¹. En general, las entidades de crédito de la zona del euro endurecieron ligeramente los criterios de aprobación aplicados a los préstamos a las empresas y a los hogares en el primer trimestre de 2011. En cuanto a la demanda de préstamos, las entidades participantes en la encuesta señalaron un aumento notable de la demanda neta de préstamos por parte de las empresas, por un lado, y una reducción de la demanda neta de préstamos para adquisición de vivienda y de crédito al consumo, por otro.

Préstamos y líneas de crédito a empresas

Criterios de aprobación del crédito: En el primer trimestre de 2011, el porcentaje neto² de entidades que indicaron un endurecimiento de los criterios de concesión aplicados a los préstamos y líneas de crédito a empresas fue del 4%, en comparación con el 0% del trimestre anterior (véase gráfico A). Esta

- 1 La fecha límite para la recepción de los datos de las entidades participantes fue el 31 de marzo de 2011. El 27 de abril de 2011 se publicó una valoración exhaustiva de los resultados, que se puede consultar en la dirección del BCE en Internet.
- 2 El porcentaje neto se refiere a la diferencia entre el porcentaje de entidades que ha indicado que los criterios de concesión de los préstamos se han endurecido y el de las que han señalado que se han relajado. Un porcentaje neto positivo indica que las entidades participantes han tendido a endurecer los criterios de aprobación («se han endurecido en términos netos»), mientras que un porcentaje neto negativo es indicativo de que las entidades han tendido a relajar los citados criterios («se han relajado en términos netos»).

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

(en porcentaje neto)



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

evolución es acorde, en líneas generales, con las expectativas de las entidades encuestadas tres meses antes (el 2%). En términos de los plazos de vencimiento, los criterios aplicados para la aprobación de préstamos a corto plazo continuaron relajándose (el -2%, en comparación con el -3% de la encuesta anterior), mientras que los aplicados a los préstamos a largo plazo se endurecieron.

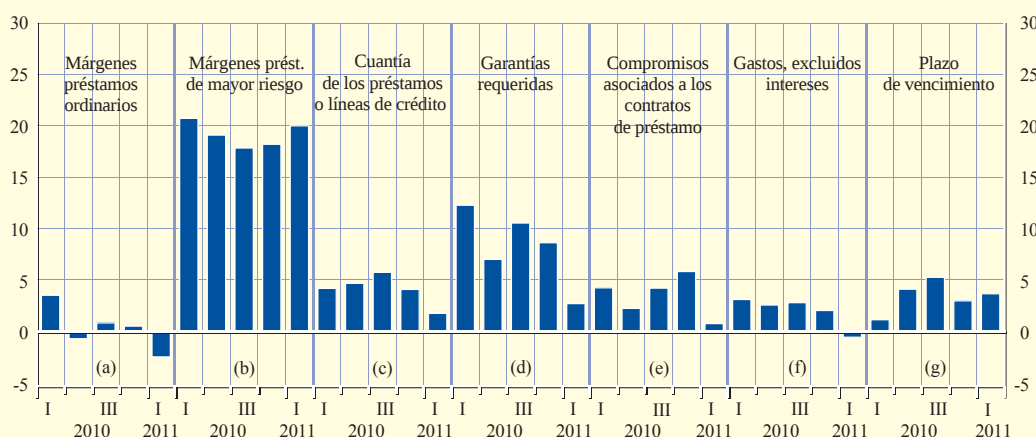
Si se consideran los factores determinantes de la evolución general de los criterios de aprobación, las entidades de crédito participantes en la encuesta indicaron que su capacidad para acceder a la financiación en los mercados (el 9%, frente al 3% del último trimestre de 2010) y su situación de liquidez (el 7%, desde el 2%) habían contribuido en mayor medida al endurecimiento neto de los criterios que en el trimestre anterior. Al mismo tiempo, la contribución de los factores relacionados con la percepción de riesgos de las entidades (en particular, las expectativas sobre la actividad económica general y las perspectivas relativas al sector o a sociedades concretas) se mantuvo prácticamente invariable, mientras que la presión de la competencia en los mercados de crédito continuó mostrando una relajación de los criterios.

Según las entidades participantes en la encuesta, la mayor parte de las condiciones no relacionadas con el precio aplicadas en la concesión de préstamos a empresas se endurecieron, aunque algo menos que en la encuesta anterior. Al mismo tiempo, los márgenes de los préstamos de mayor riesgo se ampliaron ligeramente (por parte del 20% de las entidades, en términos netos, en comparación con el 18% en el último trimestre de 2010), mientras que los márgenes de los préstamos ordinarios se redujeron (véase gráfico B).

De cara al futuro, las entidades de crédito de la zona del euro esperan que los criterios de aprobación aplicados a los préstamos a empresas registren un leve endurecimiento neto en el segundo trimestre de 2011 (el 3%; véase gráfico A), que afectaría en igual medida a las pymes y a las grandes empresas, y que principalmente influiría en los préstamos a largo plazo.

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

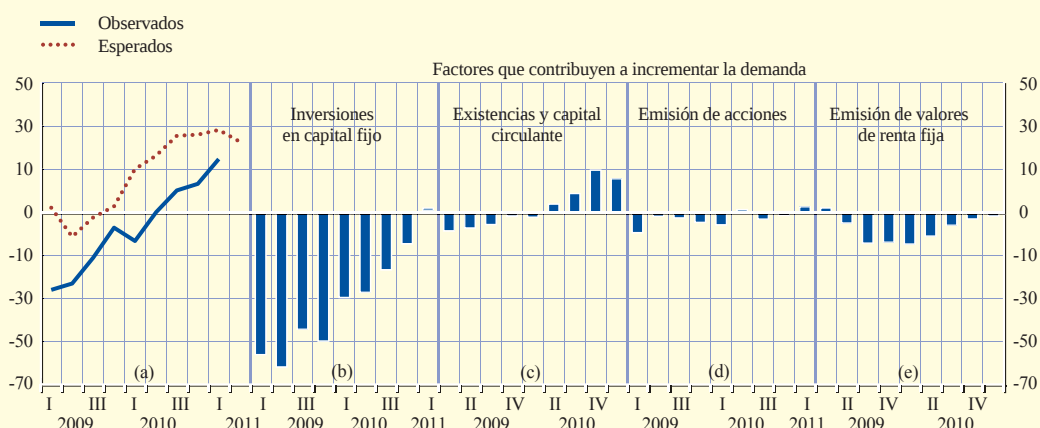
(porcentaje neto de entidades que indican un endurecimiento de las condiciones)



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

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

(en porcentaje neto)



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

Demanda de préstamos: En el primer trimestre de 2011, la demanda neta de préstamos³ por parte de las empresas se incrementó hasta el 19%, desde el 10% del cuarto trimestre de 2010 (véase gráfico C). Las entidades participantes en la encuesta indicaron una evolución similar en lo que respecta a los préstamos a grandes empresas (el 16%, desde el 11% de la encuesta anterior), mientras que, en el caso de los préstamos a pymes, la demanda neta siguió siendo positiva pero ligeramente inferior a la señalada en la encuesta de enero de 2011 (el 13%, frente al 19% tres meses antes). En cuanto a los plazos de vencimiento, la demanda neta tanto de préstamos a corto plazo como de préstamos a largo plazo se situó en niveles similares a los indicados por las entidades participantes tres meses antes (el 14% y el 18%, respectivamente).

La mejora observada en la demanda neta total de préstamos por parte de las empresas estuvo impulsada, principalmente, por el repunte de las necesidades de financiación de existencias y de capital circulante (el 18%, desde el 13% del último trimestre de 2010) y, por primera vez en más de dos años, por la evolución positiva de las inversiones en capital fijo (el 12%, frente al 0% de la encuesta de enero de 2011). Al mismo tiempo, las entidades de crédito de la zona del euro indicaron que la influencia de fuentes de financiación alternativas, tanto internas como externas, pasó a ser prácticamente neutral.

De cara al futuro, las entidades de crédito de la zona del euro esperan que, en general, la demanda neta de préstamos por parte de las empresas aumente en el segundo trimestre de 2011 (hasta el 26%). Se espera que este incremento de la demanda proceda en mayor medida de las pymes (el 24%) que de las grandes empresas (el 18%). Además, las entidades esperan que continúen igualándose los factores determinantes de la evolución de los distintos plazos de vencimiento, con una progresiva convergencia de la demanda neta esperada de préstamos a corto y a largo plazo (el 25% y el 22%, respectivamente).

3 La demanda neta de préstamos se calcula en base a la diferencia porcentual entre aquellas entidades de crédito que han señalado que la demanda de préstamos se ha incrementado y aquellas que han señalado que la demanda de préstamos ha descendido.

Préstamos a hogares para adquisición de vivienda

Criterios de aprobación del crédito: En el primer trimestre de 2011, el porcentaje neto de entidades que señaló que se había producido un endurecimiento de los criterios de aprobación aplicados a los préstamos a hogares para adquisición de vivienda se situó en el 13%, en comparación con el 9% del trimestre anterior (véase gráfico D). El aumento del endurecimiento neto parece tener su origen, principalmente, en el incremento de los costes de financiación y disponibilidad de fondos (el 14%, frente al 5% del cuarto trimestre de 2010), así como en un ligero deterioro de la percepción de riesgos (concretamente, de las expectativas sobre la actividad económica general, que se situó en el 9%, en comparación con el 6% de la encuesta anterior).

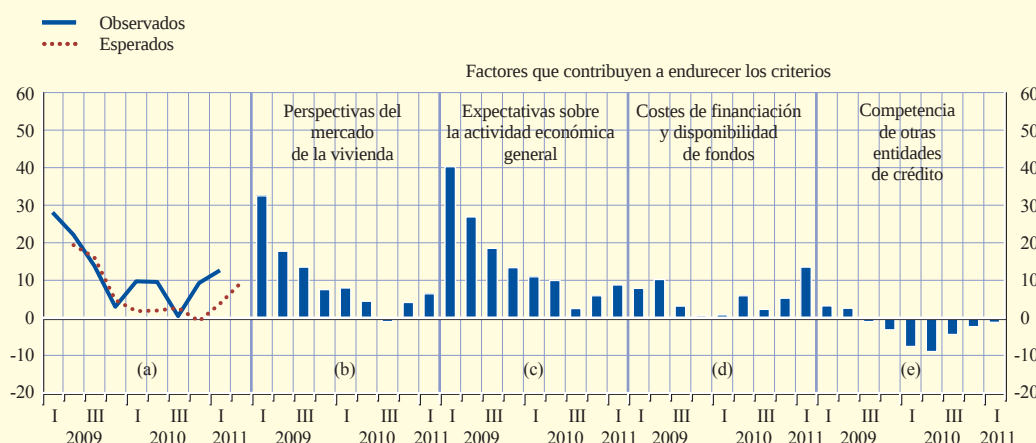
Según las entidades participantes en la encuesta, la mayor parte de las condiciones relacionadas con el precio y otras condiciones aplicadas en la concesión de préstamos a los hogares se endurecieron, en general, en el primer trimestre de 2011. En particular, el porcentaje neto de entidades que señaló que se había producido un endurecimiento de los márgenes de los préstamos de mayor riesgo aumentó desde el 10% de la encuesta anterior hasta el 19% en el primer trimestre de 2011. En el caso de los márgenes de los préstamos ordinarios, este porcentaje pasó a ser positivo, desde el -1% en el último trimestre de 2010 hasta el 11% en el primer trimestre de 2011. Las entidades de crédito de la zona del euro también indicaron que las condiciones en cuanto a la relación entre el principal y el valor de la garantía (el 9%, desde el 1% de la encuesta anterior) y a los plazos de vencimiento (el 6%, desde el 0%) se habían endurecido, en términos netos.

De cara al futuro, para el segundo trimestre de 2011, las entidades esperan que los criterios aplicados para la aprobación de préstamos a hogares para adquisición de vivienda registren un endurecimiento, en términos netos (el 9%).

Demanda de préstamos: La demanda neta de préstamos para adquisición de vivienda se redujo considerablemente en el primer trimestre de 2011, ya que el porcentaje neto de entidades que señalaron que la

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

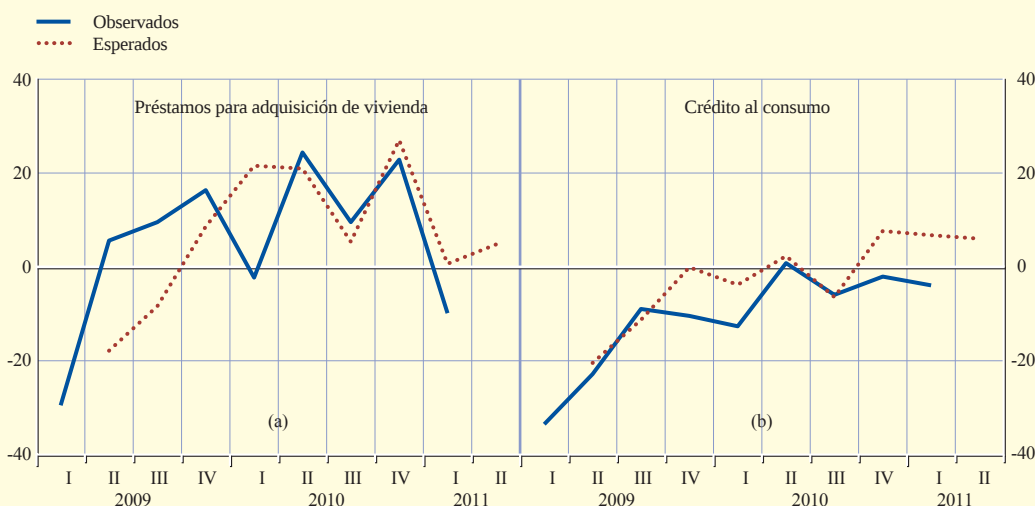
(en porcentaje neto)



Nota: Véanse las notas del gráfico A.

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

(en porcentaje neto)



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

demanda de esta modalidad de préstamo había disminuido se situó en el -10% (desde el 23% del trimestre anterior; véase gráfico E). Esta evolución tuvo su origen, principalmente, en el deterioro de las perspectivas relativas al mercado de la vivienda, así como en la vacilante confianza de los consumidores.

No obstante, de cara al futuro, las entidades esperan que se produzca un ligero aumento de la demanda de préstamos para adquisición de vivienda en el segundo trimestre del año (el 5%, en términos netos).

Crédito al consumo y otros préstamos a hogares

Criterios de aprobación del crédito: En general, en consonancia con las expectativas, el porcentaje neto de entidades que indicó que los criterios de aprobación del crédito al consumo y otros préstamos a hogares se habían endurecido se situó en el 7% en el primer trimestre de 2011 (desde el 2% del trimestre anterior; véase gráfico F). Al igual que en el caso de los préstamos a empresas y de los préstamos para adquisición de vivienda, el incremento de los costes de financiación y disponibilidad de fondos de las entidades (el 9%, desde el 5% de la encuesta anterior), así como el deterioro de las expectativas relativas a la actividad económica general (el 6%, desde el 2%), fueron los factores que más contribuyeron al endurecimiento neto de los criterios de aprobación.

De cara al futuro, las entidades esperan un endurecimiento neto de los criterios de aprobación del crédito al consumo y otros préstamos a hogares en el segundo trimestre de 2011 (el 8%).

Demanda de préstamos: Contrariamente a las expectativas de la encuesta anterior, la demanda neta de crédito al consumo no fue positiva en el primer trimestre de 2011, sino que descendió ligeramente, hasta el -4% (desde el -2% del último trimestre de 2010; véase gráfico E). La demanda neta se vio moderada, principalmente, por la evolución de la confianza de los consumidores.

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

(en porcentaje neto)



Nota: Véanse las notas del gráfico A.

De cara al futuro, las entidades participantes en la encuesta esperan una demanda neta positiva de crédito al consumo y otros préstamos a hogares en el segundo trimestre de 2011 (el 6%).

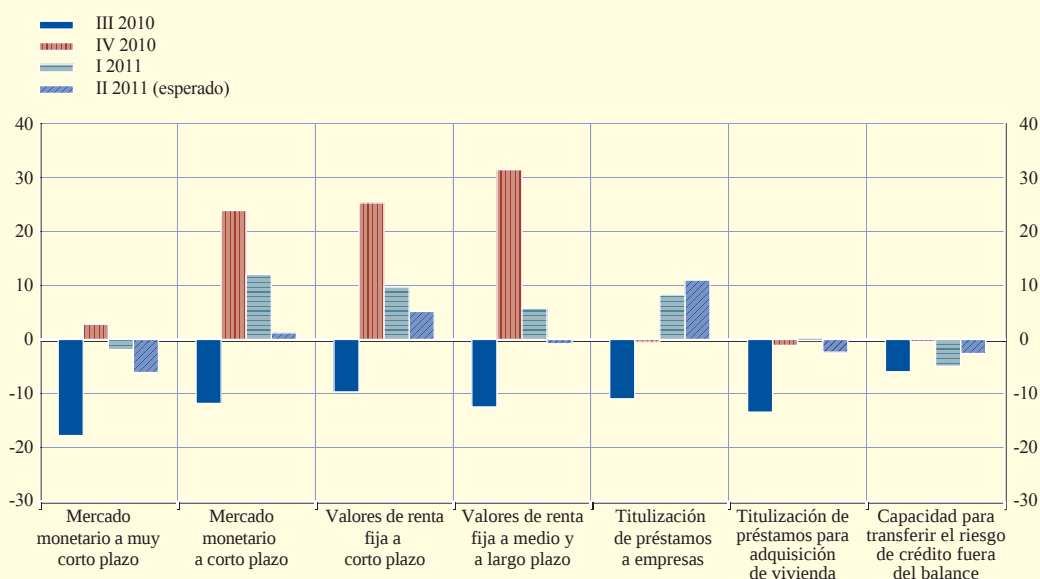
Pregunta ad hoc sobre el impacto de las turbulencias en los mercados financieros

Al igual que en encuestas anteriores, en la de abril de 2011 también se planteó una pregunta ad hoc con el objeto de conocer la medida en que las tensiones registradas en los mercados financieros habían afectado al acceso de las entidades de crédito a la financiación en los mercados mayoristas en el primer trimestre de 2011, así como hasta qué punto podrían seguir influyendo en el segundo trimestre de 2011.

Para el primer trimestre de 2011, las entidades participantes en la encuesta señalaron, en general, un deterioro del acceso a los mercados monetarios a corto plazo y a los mercados de valores de renta fija (aunque el deterioro fue menos pronunciado que en la encuesta anterior), así como del acceso a la titulización fuera de balance de préstamos a empresas (véase gráfico G). Al mismo tiempo, señalaron que las condiciones de acceso a la titulización de préstamos para adquisición de vivienda prácticamente no se habían modificado y que su capacidad para transferir el riesgo de crédito fuera del balance había mejorado. En términos netos, el 12% de las entidades de la zona del euro participantes en la encuesta (excluidas aquellas que respondieron «no es aplicable a mi entidad») señaló que el acceso a los mercados monetarios a corto plazo con plazos de vencimiento superiores a una semana se había deteriorado (en contraste con el 24% de la encuesta anterior), mientras que el acceso a los mercados monetarios a muy corto plazo mejoró ligeramente para el 2% de las entidades encuestadas (en comparación con el 3% que indicó un deterioro en la encuesta anterior). Las entidades indicaron que el acceso a los mercados de valores de renta fija (según el 6%-10% de las entidades, en comparación con aproximadamente el 30% del trimestre anterior) y a la titulización fuera de balance de préstamos a empresas (el 8% de las entidades) se había deteriorado. En términos netos, las condiciones de acceso a la titulización de préstamos a hogares permanecieron prácticamente invariables, mientras que la capacidad para transferir el riesgo de crédito fuera del balance de las entidades mejoró (según el 5% de las entidades participantes).

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

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



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

De cara al futuro, las entidades de crédito de la zona del euro esperan que el acceso a los mercados monetarios mejore, siendo posible que esta mejora empiece a notarse, en general, en el segundo trimestre de 2011. En cambio, el acceso a los mercados de valores de renta fija todavía podría deteriorarse, aunque menos que en el primer trimestre. También se espera que las condiciones de acceso a la titulización de préstamos a empresas continúen deteriorándose en el segundo trimestre.

2.2 EMISIONES DE VALORES

El crecimiento interanual de la emisión de valores distintos de acciones por residentes en la zona del euro aumentó en febrero de 2011, como consecuencia del incremento de la emisión de este tipo de valores por parte de las IFM. En cambio, el 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 año pasado, aunque permaneció en niveles elevados. La moderación de la emisión de este tipo de valores por el 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 valores distintos de acciones por las Administraciones Públicas experimentó un descenso en febrero. La tasa de crecimiento interanual de la emisión de acciones cotizadas disminuyó ligeramente y se mantuvo en un nivel moderado.

VALORES DISTINTOS DE ACCIONES

La tasa de crecimiento anualizada de la emisión de valores distintos de acciones por parte de residentes en la zona del euro aumentó hasta el 4,1% en febrero de 2011, en comparación con el 3,7% del mes precedente (véase cuadro 4). Aunque el ritmo de contracción de la emisión de valores distintos de acciones

Cuadro 4 Valores emitidos por residentes en la zona del euro

Sector emisor	Saldo vivo (mm de euros) Febrero 2011	Tasas de crecimiento interanual ¹⁾					
		2010 I	2010 II	2010 III	2010 IV	2011 Ene	2011 Feb
Valores distintos de acciones:	16.030	6,5	4,7	3,5	3,6	3,7	4,1
IFM	5.361	1,6	0,6	-0,5	0,0	0,1	1,6
Instituciones financieras no monetarias	3.282	7,6	3,2	1,2	1,6	1,8	2,3
Sociedades no financieras	833	14,7	15,1	10,3	8,3	7,3	5,6
Administraciones Públicas	6.555	9,9	8,3	7,6	7,5	7,5	7,0
De las cuales:							
Administración Central	6.013	9,9	8,1	7,1	6,9	7,1	6,7
Otras Administraciones Públicas	542	10,5	11,4	15,3	16,2	14,0	11,6
Acciones cotizadas:	4.844	2,9	2,5	1,8	1,7	1,3	1,4
IFM	535	8,3	6,6	5,2	6,6	6,2	6,8
Instituciones financieras no monetarias	376	5,4	5,2	4,3	3,4	1,5	2,3
Sociedades no financieras	3.933	1,9	1,5	1,0	0,8	0,6	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».

a corto plazo continuó desacelerándose, situándose en el -4,4% en febrero, el crecimiento interanual de la emisión de este tipo de valores a largo plazo repuntó desde el 4,9% registrado en enero de 2011 hasta el 5,1% en febrero. No obstante, la tasa de crecimiento semestral anualizada y desestacionalizada de la emisión de valores distintos de acciones, que capta mejor las tendencias a corto plazo, descendió hasta el 3,8% en febrero, desde el 5% de enero (véase gráfico 9). Esto se debió fundamentalmente a la disminución de la emisión por parte de las sociedades no financieras, que cayó hasta el 5,6% en febrero, desde el 7,3% del mes precedente (véase cuadro 4). El endeudamiento de las Administraciones Públicas también disminuyó, hasta el 7%, manteniéndose, por tanto, en niveles elevados. En cambio, la emisión de valores distintos de acciones por las IFM se incrementó de cero al 1,6% en febrero.

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 permaneció estable, en general, en el 6,8% en febrero. 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 1,3% en febrero, manteniéndose, por tanto, en niveles positivos por cuarto mes consecutivo.

Desde una perspectiva sectorial, el crecimiento interanual de la emisión de valores distintos de acciones por las Administraciones Públicas y por las sociedades no financieras se redujo en febrero. Las emisiones de este último sector continuaron la tendencia a la baja registrada a lo largo del año pasado,

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.

ya que la tasa de crecimiento interanual descendió alrededor de 1,7 puntos porcentuales, hasta el 5,6%, en febrero. La contracción más pronunciada de la emisión de valores distintos de acciones a corto plazo quedó contrarrestada, aunque solo en parte, por el aumento 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 cierta medida, la normalización de la demanda de préstamos bancarios observada en los últimos meses.

El endeudamiento del sector público continuó en cotas elevadas. No obstante, el crecimiento interanual de la emisión de valores distintos de acciones por las Administraciones Públicas descendió hasta situarse en el 7% en febrero. La tendencia a la baja que comenzó en septiembre de 2009 parece haberse moderado. 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 significativas.

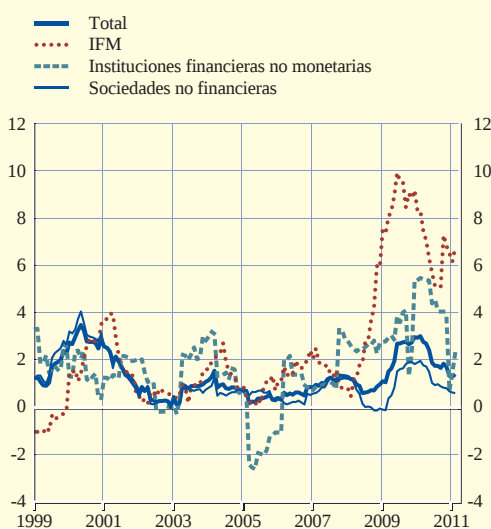
En cuanto al sector financiero, la tasa de crecimiento interanual de la emisión de valores distintos de acciones por las IFM aumentó de cero al 1,6% en febrero. Ese mes, la emisión neta de valores distintos de acciones a corto plazo pasó a ser positiva y se situó en el 1,4%, debido, posiblemente, a un acceso más favorable a la financiación para las entidades de crédito de la zona del euro. De igual modo, la emisión neta de valores distintos de acciones a largo plazo se incrementó hasta situarse en el 1,7% en febrero, el nivel más elevado registrado desde mayo de 2010. 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 1,8% en enero de 2011 hasta el 2,3% en febrero.

ACCIONES COTIZADAS

La tasa de crecimiento interanual de la emisión de acciones cotizadas por parte de residentes en la zona del euro aumentó ligeramente en febrero y se situó en el 1,4%, como consecuencia, principalmente, de las emisiones realizadas por las IFM y por las instituciones financieras distintas de IFM (véase gráfico 10).

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.

Ciertamente, la tasa de crecimiento interanual de la emisión de acciones por parte de las IFM se incrementó hasta el 6,8% en febrero de 2011, desde el 6,2% de enero de 2011. La emisión de acciones por las IFM siguió siendo vigorosa, 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 las instituciones financieras distintas de las IFM se elevó desde el 1,5% registrado en enero hasta el 2,3% en febrero. El crecimiento interanual de la emisión de acciones cotizadas por las sociedades no financieras se mantuvo estable, en general, en el 0,6%.

2.3 TIPOS DE INTERÉS DEL MERCADO MONETARIO

Los tipos de interés del mercado monetario se incrementaron de nuevo entre principios de abril y comienzos de mayo de 2011. Los tipos de interés a doce meses alcanzaron cotas observadas por últi-

ma vez en febrero de 2009. Durante el cuarto período de mantenimiento de 2011, que comenzó el 13 de abril, el EONIA se mantuvo relativamente estable durante la primera semana, antes de aumentar hasta situarse por encima del tipo de interés fijo de las operaciones principales de financiación realizadas antes de las vacaciones de Semana Santa. El 21 de abril, el EONIA se incrementó hasta el 1,43% y posteriormente mostró una evolución relativamente volátil, situándose en el 1,05% el 4 de mayo.

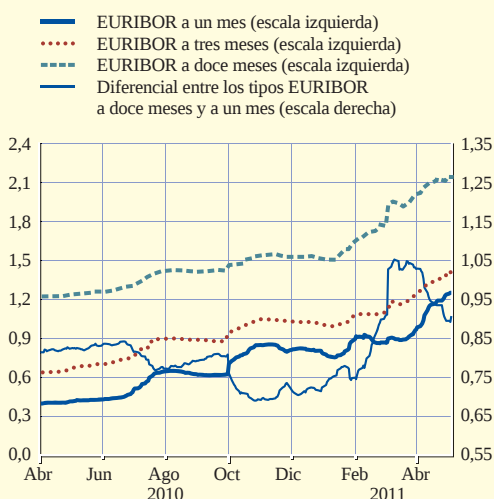
Los tipos de interés del mercado monetario sin garantías aumentaron entre principios de abril y comienzos de mayo de 2011, como consecuencia de la subida de 25 puntos básicos de los tipos de interés oficiales del BCE, que surtió efecto a partir de las operaciones liquidadas el 13 de abril. El 4 de mayo, los tipos EURIBOR a un mes, a tres meses, a seis meses y a doce meses se situaron en el 1,25%, el 1,42%, el 1,70% y el 2,16%, respectivamente, es decir, 24, 15, 12 y 12 puntos básicos por encima de los niveles observados el 6 de abril. 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, se redujo 11 puntos básicos, y el 4 de mayo se situó en 91 puntos básicos (véase gráfico 11).

Entre el 6 de abril y el 4 de mayo, 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 4 de mayo, el tipo swap del EONIA a tres meses era del 1,24%, 20 puntos básicos por encima del nivel registrado el 6 de abril. En consecuencia, el diferencial entre el EURIBOR a tres meses sin garantías y el tipo swap del EONIA al mismo plazo se redujo hasta situarse en 18 puntos básicos el 4 de mayo, 5 puntos básicos por debajo del nivel del 6 de abril, indicando que, en cierta medida, la situación en los mercados monetarios continuaba normalizándose.

El 4 de mayo, los tipos de interés implícitos en los precios de los futuros del EURIBOR a tres meses con vencimiento en junio, septiembre y diciembre de 2011 y marzo de 2012 se situaron en el 1,60%, el

Gráfico 11 Tipos de interés del mercado monetario

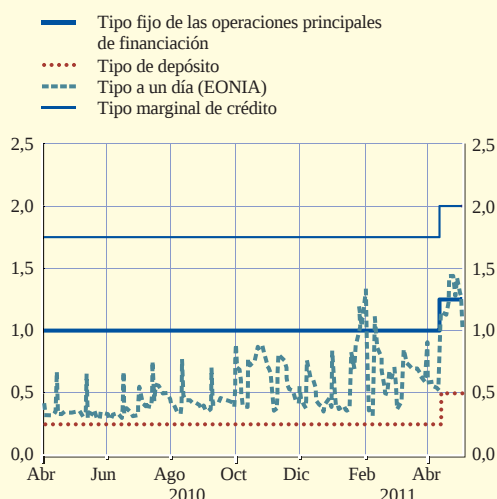
(porcentaje; diferencial en puntos porcentuales; datos diarios)



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.

1,92%, el 2,17% y el 2,37% respectivamente, lo que representa aumentos de unos 7, 6, y 4 puntos básicos y un descenso de alrededor de 1 punto básico con respecto a los niveles observados el 6 de abril. Estos incrementos conllevan un desplazamiento al alza de la curva *forward*.

Entre el 6 de abril y el final del tercer período de mantenimiento de 2011, el EONIA fue relativamente estable, manteniéndose aproximadamente en el 0,55%. El 13 de abril, fecha en que comenzó el cuarto período de mantenimiento del año, el EONIA alcanzó un nivel más elevado, el 1,14%, reflejo de la subida de 25 puntos básicos de los tipos de interés oficiales del BCE. Inicialmente se mantuvo estable en torno a este nivel, antes de aumentar hasta situarse por encima del tipo de interés fijo de las operaciones principales de financiación realizadas antes de las vacaciones de Semana Santa. El 21 de abril se incrementó hasta el 1,43% y posteriormente fue relativamente volátil, situándose en el 1,05% el 4 de mayo (véase gráfico 12).

El Eurosistema llevó a cabo varias operaciones de financiación entre el 6 de abril y el 4 de mayo. El 12 de abril, el Eurosistema efectuó una operación de ajuste en la que se absorbieron 78,9 mm de euros, con el fin de compensar el superávit de liquidez registrado al final del tercer período de mantenimiento de 2011. En las operaciones principales de financiación del cuarto período de mantenimiento, realizadas los días 12, 19 y 26 de abril y 3 de mayo, el Eurosistema adjudicó 94,1 mm de euros, 97,4 mm de euros, 117,9 mm de euros y 127,5 mm de euros, respectivamente, y también llevó a cabo dos operaciones de financiación a plazo más largo en abril en las que aplicó un procedimiento de subasta a tipo de interés fijo con adjudicación plena: una operación a plazo especial el 12 de abril con plazo de vencimiento de un período de mantenimiento (en la que se adjudicaron 83,7 mm de euros), y una operación de financiación a plazo más largo a tres meses el 27 de abril en la que se adjudicaron 63,4 mm de euros. Asimismo, el Eurosistema realizó cuatro operaciones de absorción de liquidez a una semana los días 12, 19 y 26 de abril y 3 de mayo aplicando un procedimiento de subasta a tipo de interés variable con un tipo máximo de puja del 1,25%. Con estas operaciones, el Eurosistema absorbió la liquidez proporcionada mediante las adquisiciones efectuadas en el marco del programa para los mercados de valores. Aunque en las dos primeras operaciones dicha liquidez se absorbió totalmente, en las dos últimas se produjo una insuficiencia de pujas que posiblemente estuvo relacionada con los efectos de fin de mes o con la renovación de las operaciones de financiación a plazo más largo que iban venciendo. Además, en el período comprendido entre el 21 de abril y el 3 de mayo, los tipos a un día se situaron por encima del tipo máximo de puja de las operaciones de absorción de liquidez, lo que puede haber reducido el atractivo de colocar liquidez en el BCE.

Los niveles de exceso de liquidez registrados durante el cuarto período de mantenimiento, que comenzó el 13 de abril, fueron relativamente reducidos en comparación con los observados en los anteriores períodos de mantenimiento de 2011, y el recurso medio diario a la facilidad de depósito disminuyó hasta situarse en 18,4 mm de euros el 4 de mayo.

2.4 MERCADOS DE RENTA FIJA

En abril y principios de mayo, el rendimiento de la deuda pública a largo plazo con calificación AAA se redujo ligeramente, tanto en la zona del euro como en Estados Unidos. Aunque el impulso económico siguió siendo positivo, la publicación de datos económicos ambivalentes en Estados Unidos y la reintensificación de las tensiones en los mercados de deuda soberana de la zona del euro también afectaron al clima de los mercados. Las continuas tensiones en el Norte de África y Oriente Medio siguieron ejerciendo presiones a la baja sobre los rendimientos de la deuda pública. En abril, la volatilidad implícita de los mercados de renta fija no experimentó variaciones en la zona del euro, aunque disminuyó

ligeramente en Estados Unidos. Los diferenciales de rendimiento de la deuda soberana de la zona del euro se ampliaron de nuevo en el caso de Grecia y Portugal. Los datos sobre las tasas de inflación implícitas a largo plazo a principios de abril continúan indicando que las expectativas de inflación permanecen firmemente ancladas.

En abril y principios de mayo, el rendimiento de la deuda pública a largo plazo con calificación AAA de la zona del euro se redujo unos 10 puntos básicos, situándose en el 3,5% el 4 de mayo. En Estados Unidos, el rendimiento de los bonos a largo plazo experimentó un descenso de unos 20 puntos básicos durante el mismo período y se situó, en esa misma fecha, en el 3,3% (véase gráfico 13). Por consiguiente, el diferencial de tipos de interés nominales entre el rendimiento de la deuda pública a diez años de Estados Unidos y el de la zona del euro se redujo unos 10 puntos básicos durante el período analizado. La volatilidad implícita de los mercados de renta fija de la zona del euro no experimentó variación entre finales de marzo y principios de mayo. Por el contrario, en Estados Unidos, se redujo ligeramente. En Japón, el rendimiento de la deuda pública a diez años prácticamente no varió, situándose, el 4 de mayo, en el 1,2%.

La evolución del rendimiento de la deuda pública a largo plazo con calificación AAA de la zona del euro sigue estando determinado, por un lado, por la positiva dinámica económica de la zona del euro, Estados Unidos y la economía mundial en general, y, por el otro, por la reintensificación de las tensiones en algunos mercados de deuda soberana. Otros factores, como las tensiones políticas en el Norte de África y Oriente Medio, también han contribuido negativamente al clima de los mercados. En Estados Unidos, el impulso económico sigue siendo positivo. No obstante, durante el mes de abril, la revisión a la baja de las proyecciones de crecimiento para 2011 y 2012, por parte de la Reserva Federal, y la publicación de cifras de crecimiento del PIB para el primer trimestre de 2011, afectó negativamente al clima de los mercados. La rebaja de la calificación de la deuda de Estados Unidos por parte de una agencia de calificación no tuvo ningún impacto discernible sobre el rendimiento de la deuda pública estadounidense.

Las tensiones en los mercados de deuda soberana de la zona del euro se intensificaron de forma significativa en abril. Durante el período analizado, los diferenciales de rendimiento de la deuda soberana de Grecia y Portugal frente a Alemania aumentaron de nuevo hasta alcanzar niveles récord. Este aumento se debió, principalmente, al hecho de que los participantes en el mercado parecen considerar una reestructuración de la deuda griega como algo más probable. Los diferenciales de rendimiento de la deuda soberana de Irlanda frente a Alemania, que se habían estrechado en la primera semana de abril, tras la publicación de los resultados, en general positivos, de las pruebas de resistencia de las entidades de crédito irlandesas, también se vieron afectados negativamente por las especulaciones de los participantes en los mercados sobre la deuda griega. A lo largo de abril, a algunos de esos participantes también les inquietó la perspectiva de que la crisis se contagiara a otros países de la zona del euro más allá de

Gráfico 13 Rendimiento de la deuda pública a largo plazo

(porcentaje; datos diarios)

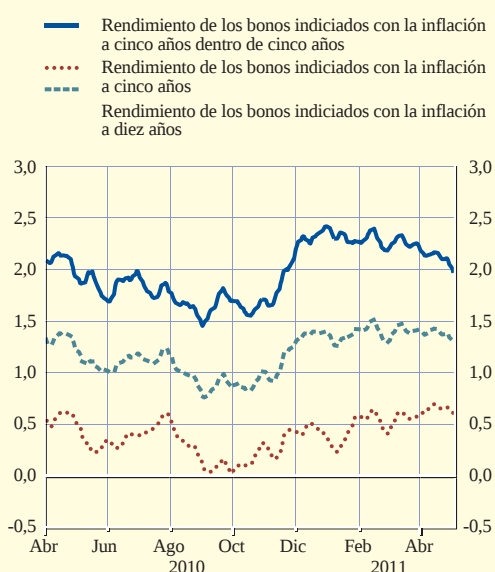


Fuentes: Bloomberg y Thomson Reuters.

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.

Grecia, Irlanda y Portugal. No obstante, durante el período analizado, se logró contener el aumento de los diferenciales de la deuda pública de España, Italia y Bélgica.

El rendimiento de los bonos a diez años indicados con la inflación de la zona del euro se redujo ligeramente durante el período analizado, mientras que el rendimiento real de los bonos correspondientes a cinco años se mantuvo prácticamente invariable (véase gráfico 14). El 4 de mayo, el rendimiento real *spot* a cinco y diez años era del 0,6% y del 1,3%, respectivamente. Durante el período de referencia, las tasas de inflación implícitas *forward* (a cinco años dentro de cinco años) de la zona del euro prácticamente no experimentaron variación, situándose, el 4 de mayo, en el 2,3%. Esta tasa, al igual que la tasa de inflación implícita *forward* a cinco años dentro de cinco años derivada de los *swaps* indicados con la inflación, que también se mantuvo invariable y se situó en torno al 2,4% en esa misma fecha, indica que las expectativas de inflación de los participantes en el mercado permanecen firmemente ancladas. Las tasas

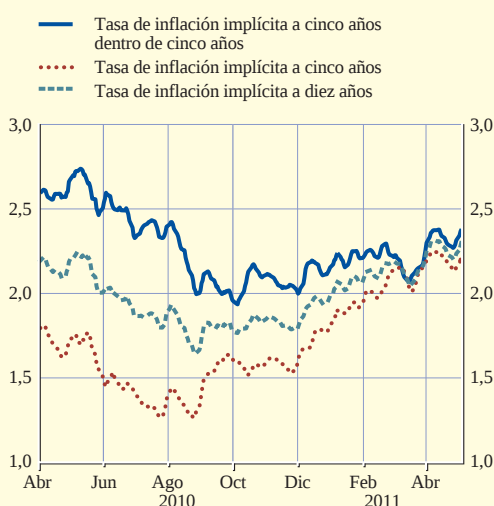
de inflación implícitas han sido muy volátiles en los dos últimos meses, posiblemente debido al hecho de que la curva de rendimientos nominales ha respondido con más rapidez a los recientes episodios de búsqueda de activos más seguros que la curva de rendimientos reales. No obstante, las estimaciones de las expectativas de inflación implícitas calculadas a partir de las tasas de inflación implícitas prácticamente no han experimentado variaciones durante esos episodios.

El patrón general de rendimiento de la deuda pública a largo plazo de la zona del euro puede descomponerse en variaciones de las expectativas de tipos de interés (y de las primas de riesgo asociadas) en distintos horizontes (véase gráfico 16). En comparación con finales de marzo, la estructura temporal de los tipos *forward* a corto plazo para horizontes superiores a tres años se ha desplazado a la baja en torno a 15 puntos básicos, posiblemente como consecuencia del descenso de las primas de riesgo.

Durante el período analizado, los diferenciales de renta fija privada con grado de inversión, emitida por las sociedades no financieras, se mantuvieron prácticamente estables en todas las calificaciones crediticias. Dichos diferenciales parecen estar alineados con las perspectivas actuales de impago de las sociedades no financieras, que son acordes con las medias históricas y se sitúan muy por debajo de los altos niveles registrados durante la reciente crisis financiera. En abril, los diferenciales de renta fija privada con grado de inversión, emitida por las instituciones financieras, se redujeron en todas las calificaciones crediticias, observándose el descenso más pronunciado en la deuda con calificación BBB. La inquietud respecto a la reestructuración de la deuda griega, que había tenido un impacto negativo sobre los precios de los activos financieros, no se reflejó en los precios de la deuda emitida por las instituciones financieras. De hecho, se ha informado de una favorable actividad emisora por parte de las entidades de crédito. Sin embargo, el rendimiento de la renta fija privada emitida por las instituciones financieras sigue cotizando con prima en comparación con las condiciones habituales vigentes antes de la crisis.

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

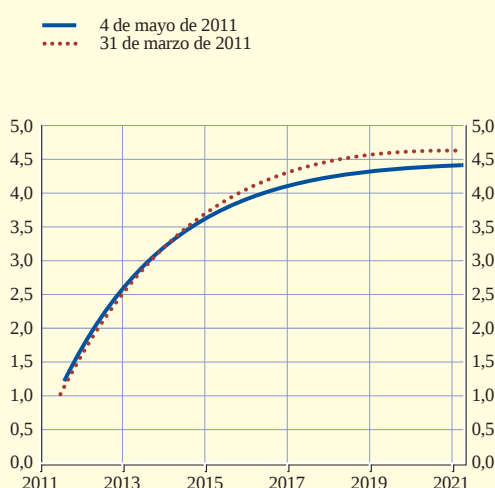
(porcentaje; medias móviles de cinco días de datos diarios; datos desestacionalizados)



Fuentes: Thomson Reuters y cálculos del BCE.

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.

2.5 TIPOS DE INTERÉS DE LOS PRÉSTAMOS Y DE LOS DEPÓSITOS

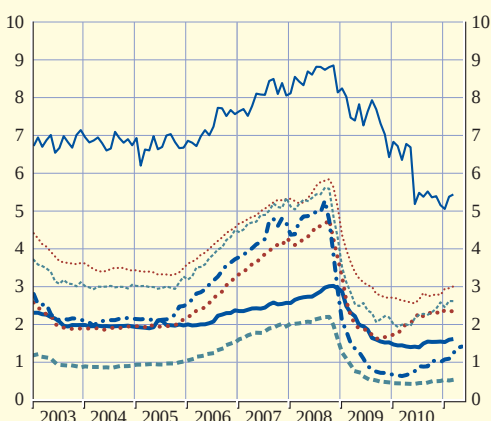
En marzo de 2011, la mayor parte de los tipos de interés de los préstamos concedidos por las IFM a los hogares y a las sociedades no financieras se mantuvieron estables, en general, en los plazos cortos, si bien aumentaron ligeramente en los plazos largos. En términos históricos, los tipos de interés aplicados por las IFM a los préstamos a los hogares y a las sociedades no financieras siguen siendo muy bajos en todos los plazos de vencimiento.

En marzo de 2011, los tipos de interés aplicados por las IFM a los depósitos a corto plazo se mantuvieron prácticamente sin variación, tanto en el caso de los hogares como en el de 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, así como los de los otorgados a las sociedades no financieras, permanecieron, en general, estables (véase gráfico 17). Más concretamente, en marzo, los tipos de interés de los préstamos a corto plazo para adquisición de vivienda y los de los descubiertos de los hogares se situaron en torno al 3% y el 8,8%, respectivamente. Los tipos de interés del crédito al consumo, que suelen ser más volátiles, permanecieron básicamente invariables, en el 5,4%. 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) continuaron en niveles más o menos estables, del 3,7% y el 2,6%, respectivamente. Los tipos de interés de los descubiertos siguieron situados en torno al 4%. Habida

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).

cuenta de que el EURIBOR se incrementó 15 puntos básicos en marzo, 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 se redujo ligeramente, tanto en el caso de los préstamos a hogares para adquisición de vivienda como en el de los préstamos a las sociedades no financieras (véase gráfico 18).

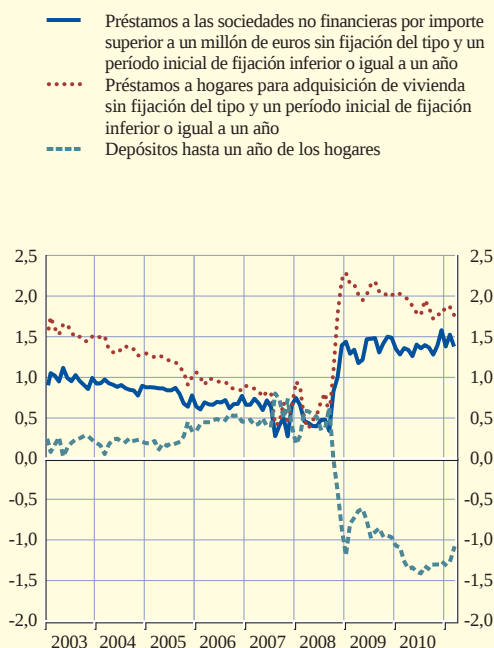
Si se adopta una perspectiva de más largo plazo, entre finales de septiembre de 2008 (es decir, justo antes de que se iniciara el ciclo de relajación de la política monetaria) y finales de marzo de 2011, los tipos de interés a corto plazo aplicados tanto a los préstamos a hogares para adquisición de vivienda como a los concedidos a las sociedades no financieras registraron una disminución de unos 300 puntos básicos, frente a un descenso de 400 puntos básicos del EURIBOR a tres meses, e 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, los tipos de interés aplicados por las IFM a los depósitos a largo plazo se incrementaron ligeramente en marzo de 2011, 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 4,2%, 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%. Los tipos medios de los préstamos por importe reducido con período inicial de fijación del tipo de más de cinco años aumentaron ligeramente y se situaron en el 4,2%. Los tipos de interés medios aplicados a los préstamos por importe elevado con período inicial de fijación del tipo de más de un año y hasta cinco años se redujeron unos 30 puntos básicos y se situaron en el 2,9%, mientras que los tipos medios de los préstamos por importe reducido con período de fijación del tipo similar se elevaron hasta el 4,5%.

Desde una perspectiva de más largo plazo, desde septiembre de 2008, las entidades de crédito 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

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)

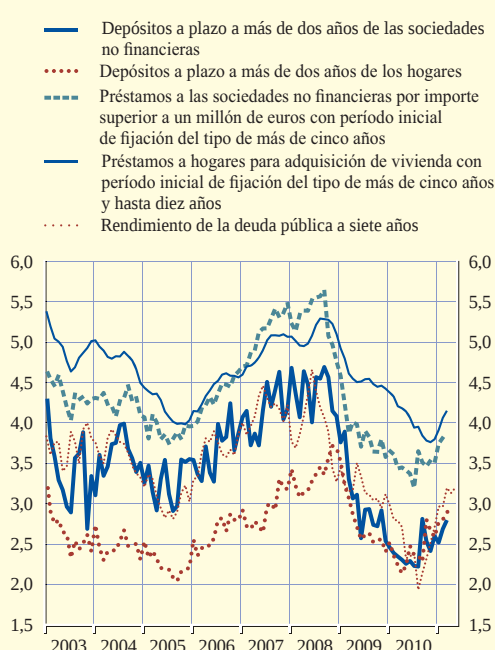


Fuente: BCE.

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).

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).

hogares no cayeron en la misma medida durante este período, lo que refleja una transmisión menos completa y más lenta en el caso de este sector. Sin embargo, hasta principios de 2011, 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 marzo 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, lo que también se ha traducido en un estrechamiento del diferencial frente a los rendimientos de la deuda pública a largo plazo.

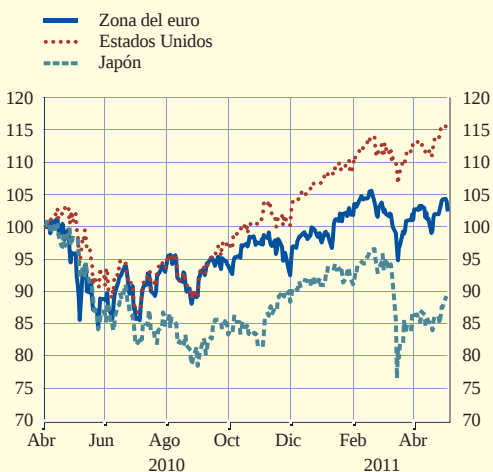
Ponderados por el volumen de las nuevas operaciones, los tipos de interés medios aplicados por las entidades de crédito a los préstamos se redujeron ligeramente en marzo, mientras que los tipos medios de los depósitos registraron un leve aumento, lo que ha provocado un leve estrechamiento del diferencial entre ambos para los nuevos préstamos. Este se mantiene justo por encima de niveles 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 marzo. El hecho de que estos diferenciales no se hayan modificado 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 abril y a principios de mayo, las cotizaciones bursátiles aumentaron tanto en la zona del euro como en Estados Unidos. Si bien el dinamismo económico, en general positivo, continúa favoreciendo la evolución de las cotizaciones, el anuncio de beneficios empresariales mayores de lo previsto fue el principal factor determinante de esos aumentos a ambos lados del Atlántico en abril. La incertidumbre de los mercados bursátiles, medida por la volatilidad implícita, se redujo ligeramente.

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.

Las cotizaciones bursátiles de la zona del euro y de Estados Unidos aumentaron durante el mes de abril y a principios de mayo. En general, entre el 31 de marzo y el 4 de mayo las cotizaciones de la zona, medidas por el índice Dow Jones EURO STOXX amplio, aumentaron un 1,3%, mientras que las de Estados Unidos, medidas por el índice Standard and Poor's 500, se incrementaron un 1,6% (véase gráfico 20). Durante el mismo período, las cotizaciones bursátiles de Japón, medidas por el índice Nikkei 225, subieron un 2,6%.

El aumento de las cotizaciones bursátiles en abril marca una vuelta a la tendencia que se inició a mediados de 2010 y que se alteró de forma transitoria en marzo como resultado de los desplazamientos hacia activos más seguros, provocados por la evolución política en el Norte de África y Oriente Medio y por la incertidumbre creada en torno al impacto económico del devastador terremoto de Japón. Aunque el dinamismo económico siguió siendo un factor favorable para la evolu-

ción de las cotizaciones bursátiles, los datos económicos publicados, aunque positivos, no alcanzaron las expectativas más optimistas de los mercados. En la zona del euro, los datos sobre ventas del comercio al por menor y producción industrial decepcionaron ligeramente a los participantes en el mercado, mientras que, en Estados Unidos, la Reserva Federal revisó a la baja las expectativas de crecimiento para 2011 y 2012. La reintensificación de las tensiones en los mercados de deuda soberana de la zona del euro afectó negativamente a las cotizaciones bursátiles de la zona. Así pues, los positivos anuncios respecto a los beneficios empresariales fueron el principal factor determinante del significativo incremento de las cotizaciones tanto en Estados Unidos como en la zona del euro. En Estados Unidos, dichos anuncios fueron una sorpresa positiva en todos los sectores, mientras que, en la zona del euro, fueron principalmente los anuncios respecto a los beneficios de las instituciones financieras los que constituyeron una sorpresa muy positiva.

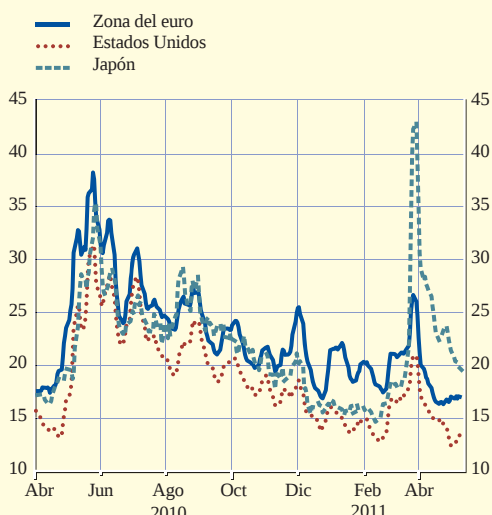
Tanto en la zona del euro como en Estados Unidos, el nivel de incertidumbre de los mercados de renta variable, medido por la volatilidad implícita, descendió aún más en el período analizado (véase gráfico 21). Dicha incertidumbre aumentó ligeramente en la zona del euro a mediados de abril, tras la reintensificación de las tensiones en los mercados de deuda soberana de la zona. En Estados Unidos, la incertidumbre en los mercados bursátiles se fue reduciendo durante la mayor parte de abril, a pesar

de la rebaja de la calificación de las perspectivas de la deuda estadounidense por parte de una agencia de calificación. No obstante, las tensiones políticas en el Norte de África y Oriente Medio, continuaron afectando negativamente al clima de los mercados.

Las cotizaciones del sector no financiero de la zona del euro aumentaron en torno a un 1,4% en abril. Las del sector financiero descendieron inicialmente al intensificarse las tensiones en algunos mercados de deuda soberana de la zona del euro en las primeras semanas de abril y, posteriormente, aumentaron de forma gradual al anunciarse los beneficios de las instituciones financieras, que resultaron mayores de lo previsto, compensándose así el anterior descenso. En Estados Unidos, la evolución de las cotizaciones bursátiles también fue desigual en los distintos sectores y, una vez más, el sector no financiero registró mejores resultados que el sector financiero. En el recuadro 3 se presenta información sobre la situación y las necesidades financieras de las pequeñas y medianas empresas de la zona del euro entre septiembre de 2010 y febrero de 2011.

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 periodo de hasta tres meses, implícitas en los precios de las opciones sobre índices de Bolsa. Los índices bursátiles a los que se refieren las volatilidades son el Dow Jones EURO STOXX 50 para la zona del euro, el Standard & Poor's 500 para Estados Unidos y el Nikkei 225 para Japón.

Recuadro 3

RESULTADOS DE LA «ENCUESTA SOBRE EL ACCESO A LA FINANCIACIÓN DE LAS PEQUEÑAS Y MEDIANAS EMPRESAS DE LA ZONA DEL EURO»

En este recuadro se presentan los resultados de la cuarta ronda de la «Encuesta sobre el acceso a la financiación de las pequeñas y medianas empresas de la zona del euro¹». En la encuesta, que se realizó entre el 21 de febrero y el 25 de marzo de 2011, participaron 7.532 empresas de la zona del euro². En el recuadro se facilita información sobre la situación financiera, las necesidades de financiación y el acceso a la financiación de las pymes de la zona del euro, y los resultados se comparan con los correspondientes a las grandes empresas en los seis meses anteriores (es decir, de septiembre de 2010 a febrero de 2011).

La situación financiera de las pymes continuó siendo más difícil que la de las grandes empresas

En general, en comparación con la ronda anterior de la encuesta³, la situación financiera de las pymes de la zona del euro prácticamente no se modificó en el período comprendido entre septiembre de 2010

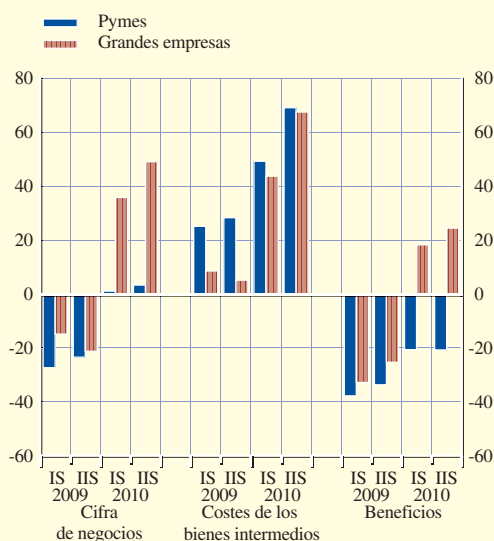
1 Para más información, véase la encuesta «Survey on the access to finance of SMEs in the euro area», del BCE, 27 de abril de 2011, disponible en la dirección del BCE en Internet: <http://www.ecb.europa.eu/stats/money/surveys/sme/html/index.en.html>

2 En esta ronda de la encuesta, el tamaño de la muestra se incrementó en unas 1.200 empresas. Las pymes incluyen las microempresas (entre 1 y 9 empleados), las pequeñas empresas (entre 10 y 49 empleados) y las medianas empresas (entre 50 y 249 empleados). Las grandes empresas son aquellas con 250 o más empleados.

3 La encuesta anterior se refería al período comprendido entre marzo y septiembre de 2010.

Gráfico A Indicadores de la situación financiera de las empresas de la zona del euro

(porcentaje neto de encuestados)

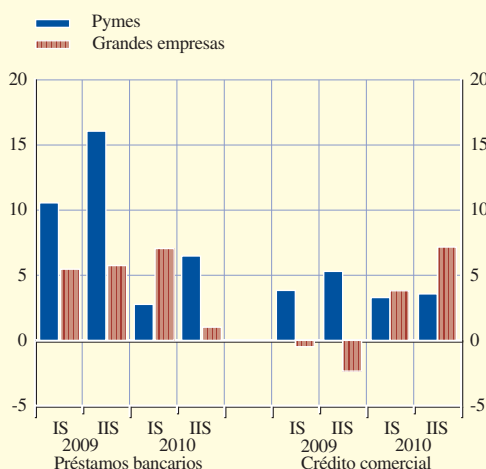


Fuente: Encuesta del BCE y de la Comisión Europea sobre el acceso a la financiación de las pymes.

Notas: Variación con respecto a los seis meses anteriores. El porcentaje neto se refiere a la diferencia entre el porcentaje de empresas que ha indicado una mejora de un factor determinado y las que han señalado un deterioro.

Gráfico B Necesidades de financiación externa de las empresas de la zona del euro

(porcentaje neto de encuestados)



Fuente: Encuesta del BCE y de la Comisión Europea sobre el acceso a la financiación de las pymes.

Notas: Variación con respecto a los seis meses anteriores. El porcentaje neto se refiere a la diferencia entre el porcentaje de empresas que ha indicado un aumento de las necesidades y las que han señalado una reducción.

y febrero de 2011, mientras que siguió mejorando claramente en el caso de las grandes empresas. El porcentaje neto de pymes de la zona del euro que señaló que la cifra de negocios había aumentado durante los seis meses previos a la realización de la encuesta fue ligeramente positivo, del 3% (véase gráfico A). Al mismo tiempo, el porcentaje de pymes que indicó que se había producido un deterioro de los beneficios fue más elevado que el de pymes que manifestó una mejora (un 21%, en términos netos, como en la encuesta anterior). Las recientes subidas de los precios del petróleo y de las materias primas han intensificado las presiones sobre los costes de los bienes intermedios y pueden haber reducido los beneficios. En general, el 69% de las pymes de la zona del euro encuestadas señaló que los costes de los bienes intermedios se habían incrementado (lo que representa un aumento con respecto al 44% de la encuesta anterior). Un porcentaje neto más elevado de pymes indicó que los costes laborales también habían aumentado. Esta valoración general de incremento de los costes es compartida también por las grandes empresas, pero su situación general parece ser, en la mayor parte de los casos, más favorable que la de las pymes. Las grandes empresas continuaron registrando aumentos netos de la cifra de negocios (el 49%) y de los beneficios (el 68%) y la situación ha experimentado una clara mejora con respecto a la ronda anterior de la encuesta. Para las grandes empresas, la recuperación parece ser generalizada en todos los sectores de la economía. No obstante, en el caso de las pymes, únicamente los sectores con actividad industrial de carácter más cíclico informaron de una clara mejora. En cambio, las empresas de servicios y las constructoras seguían yendo a la zaga en la muestra de empresas participantes en la encuesta.

Las necesidades de financiación externa de las pymes de la zona del euro aumentaron ligeramente

Las empresas participantes en la encuesta señalaron que, en general, sus necesidades de financiación externa habían aumentado ligeramente. Es probable que ello se deba al favorable impulso

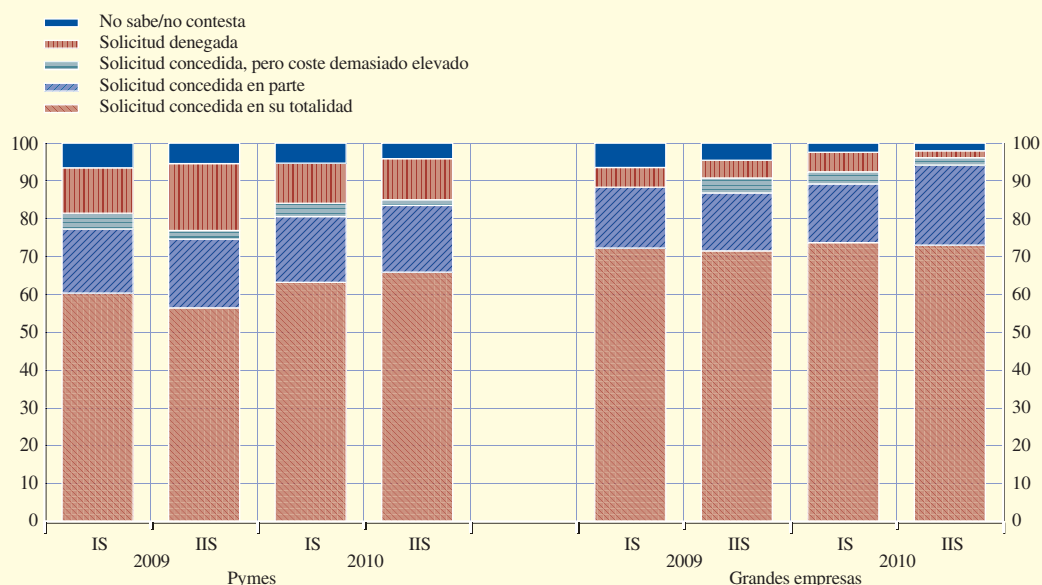
subyacente de la recuperación económica (véase gráfico B). Un porcentaje neto del 6% de las pymes encuestadas indicó que su necesidad de préstamos bancarios se incrementó entre septiembre de 2010 y febrero de 2011, en comparación con el 3% de la encuesta anterior. En concreto, las empresas manifestaron que sus necesidades de realizar descubiertos en cuenta y de líneas de crédito habían aumentado, en términos netos (hasta el 12%, desde el 9% de la encuesta anterior). Aunque la necesidad de crédito comercial había variado poco, en general, desde la encuesta anterior, la actual continuó indicando un ligero aumento de la necesidad de recurrir a la financiación entre empresas relacionadas. En comparación con las pymes, un porcentaje más reducido de grandes empresas señaló que las necesidades de préstamos bancarios se habían incrementado (el 1%, en comparación con el 7% de la encuesta anterior), mientras que, en general, un porcentaje más elevado de grandes empresas señaló mayores necesidades de crédito comercial, lo que concuerda con el patrón procíclico observado en el crédito comercial, cuya evolución tiende a estar estrechamente relacionada con el intercambio de bienes y servicios y, por tanto, con la actividad económica. La inversión en capital fijo y las existencias, así como el capital circulante, contribuyeron a este ligero aumento de las necesidades de financiación, pero su contribución total prácticamente no se modificó con respecto a la encuesta anterior. Sin embargo, en comparación con las pymes, las grandes empresas informaron de un incremento mucho más pronunciado de las necesidades de financiación relacionadas con la inversión en capital fijo, las existencias y el capital circulante.

Las solicitudes de préstamos bancarios tuvieron algo más de aceptación entre septiembre de 2010 y febrero de 2011

Entre septiembre de 2010 y febrero de 2011, aproximadamente una cuarta parte de las pymes solicitaron préstamos bancarios, una proporción prácticamente invariable con respecto a la última encuesta. Como en la ronda anterior de la encuesta, casi la mitad de las pymes no solicitó préstamos porque

Gráfico C Resultados de las solicitudes de préstamo de las empresas de la zona del euro

(variación con respecto a los seis meses anteriores; porcentaje de empresas que han solicitado préstamos bancarios)

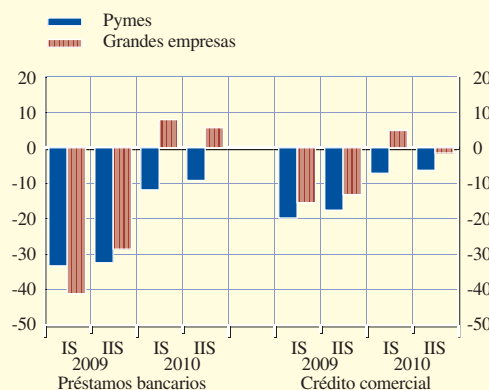


Fuente: Encuesta del BCE y de la Comisión Europea sobre el acceso a la financiación de las pymes.

disponía de suficientes fondos internos para cubrir sus necesidades de financiación. De hecho, es posible que las pymes de la zona del euro hayan hecho esfuerzos moderados por desapalancarse en los últimos trimestres, ya que, según los resultados de la encuesta, su ratio de deuda en relación con los activos siguió descendiendo. El porcentaje de empresas que no solicitó un préstamo por temor a que fuera denegado se mantuvo prácticamente estable, en el 7%. En cuanto al resultado de las solicitudes de préstamos bancarios, la tasa de solicitudes denegadas básicamente no se modificó con respecto a la ronda anterior de la encuesta (el 11%; véase gráfico C). Además, el número de pymes de la zona a las que se les concedió el total del importe solicitado continuó aumentando, alcanzando el 66%. En comparación con las pymes, la situación de las grandes empresas mejoró aún más, ya que un 35% solicitó un préstamo (como en la encuesta anterior) y sólo se denegó para el 2% (en comparación con el 5% de la encuesta anterior). Las fuentes de financiación alternativas y, especialmente, el crédito comercial, siguieron pautas similares entre septiembre de 2010 y febrero de 2011.

Gráfico D Disponibilidad de financiación externa para las empresas de la zona del euro

(porcentaje neto de empresas que han solicitado financiación externa)



Fuente: Encuesta del BCE y de la Comisión Europea sobre el acceso a la financiación de las pymes.

Notas: Variación con respecto a los seis meses anteriores. El porcentaje neto se refiere a la diferencia entre el porcentaje de empresas que ha indicado una mejora de la disponibilidad y las que han señalado un deterioro.

aspectos relacionados con el «acceso a la financiación» fueron considerados el problema más acuciante por parte del 16% de las pymes encuestadas, un porcentaje prácticamente similar al de la encuesta anterior, mientras que este porcentaje se situó en el 10% para las grandes empresas (también prácticamente invariable con respecto a la encuesta anterior). «Encontrar clientes» siguió siendo, con diferencia, el problema más apremiante que afrontan las pymes de la zona del euro (para un 25%), mientras que el 14% de las pymes señalaron las «presiones de la competencia» o los «costes de producción» como los principales problemas.

La disponibilidad de financiación externa para las pymes mejoró, aunque moderadamente

En el caso de las pymes, los resultados de la encuesta muestran que el acceso a fuentes de financiación externa, y en particular a préstamos bancarios, continuó mejorando, aunque moderadamente. En general, la opinión de las empresas acerca de la disponibilidad de préstamos bancarios mejoró en 3 puntos porcentuales, en términos netos, hasta el -9% (en comparación con el -12% de la ronda anterior de la encuesta). La disponibilidad de crédito comercial presenta una imagen similar, ya que la percepción de deterioro continuó disminuyendo en ese mismo período. En cambio, en el caso de las grandes empresas de la zona del euro, la valoración fue claramente positiva y mostró una mejora de la disponibilidad de préstamos bancarios (así como de valores de renta fija y de renta variable). En general, los

Recuadro 4

CUENTAS INTEGRADAS DE LA ZONA DEL EURO DEL CUARTO TRIMESTRE DE 2010¹

Las cuentas integradas de la zona del euro hasta el cuarto trimestre de 2010, que se publicaron el 3 de mayo de 2011, ofrecen información completa sobre las rentas, los gastos y las decisiones de financiación y de cartera de los sectores institucionales de la zona del euro. Los últimos datos apuntan a una continua recuperación de la economía de la zona. El consumo privado ha resistido bastante bien hasta la fecha, mientras que los flujos de inversión tuvieron un comportamiento menos dinámico en la segunda mitad de 2010, tras haberse recuperado inicialmente con fuerza después de la crisis financiera. La tasa de ahorro de los hogares ha caído hasta niveles muy bajos, mientras que las sociedades no financieras están volviendo poco a poco a su tradicional posición deudora neta. La desintermediación financiera sigue siendo una característica destacada de esta recuperación, pese a las señales que muestran una reversión parcial del proceso de sustitución de financiación bancaria por financiación de mercado observado anteriormente.

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

La renta bruta disponible nominal de la zona del euro continuó creciendo en el cuarto trimestre de 2010, a una tasa de crecimiento interanual del 3%, beneficiando a todos los sectores y, en especial, al sector público (véase gráfico A).

El ahorro de la zona del euro registró un aumento significativo, en tasa interanual, debido a la expansión que se observó en la renta de la zona, que se produjo de manera más rápida que la del consumo

1 Para información más detallada, véase el sitio web del BCE.

Gráfico A Renta bruta disponible de la zona del euro: contribuciones por sector

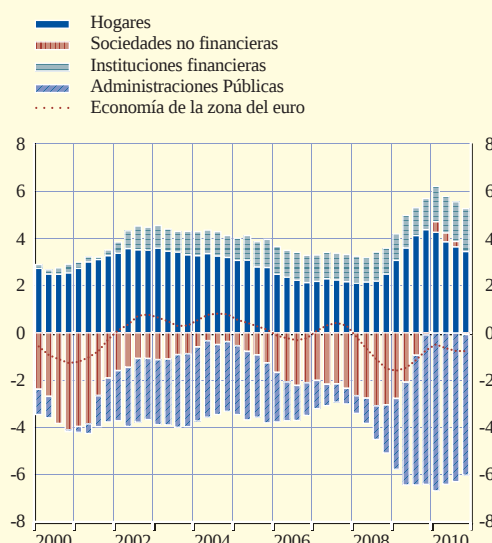
(tasas de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat y BCE.

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

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



Fuentes: Eurostat y BCE.

total (marcado por un crecimiento del consumo público considerablemente menor), con una contribución mayor del ahorro público y un descenso continuado del ahorro de los hogares. La formación bruta de capital siguió recuperándose, en tasa interanual —como consecuencia de una menor desacumulación de existencias—, a pesar de haberse observado cierta moderación hacia finales de año.

Al producirse en el ahorro de la zona del euro un aumento acorde al de la inversión total, la necesidad de financiación de la zona se estabilizó (en el 0,8% del PIB, en términos acumulados de los cuatro últimos trimestres). Desde un punto de vista sectorial, esta estabilización refleja la continuación del reequilibrio entre sectores, con una reducción adicional de la necesidad de financiación de las Administraciones Públicas (el déficit público cayó hasta el 6% del PIB en 2010) y un nuevo descenso de la capacidad de financiación de los hogares, mientras que la posición acreedora neta de las sociedades no financieras pasó a ser una posición deudora neta de escasa magnitud² (véase gráfico B).

Todo lo anterior se ve reflejado en las cuentas exteriores, que mostraron un déficit por cuenta corriente estable. Por el lado de la financiación, se incrementaron las operaciones transfronterizas, llegando a su fin el episodio de rápida contracción de los depósitos interbancarios (entre las instituciones financieras monetarias de la zona del euro y los bancos extranjeros).

Evolución de los sectores institucionales

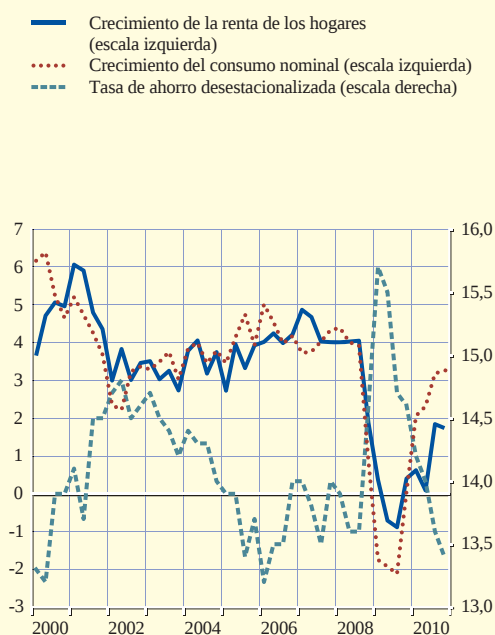
El crecimiento de la renta nominal de los *hogares* (1,8%, en tasa interanual) se vio impulsado principalmente por el aumento de los salarios y por las elevadas rentas de la propiedad obtenidas en el cuarto trimestre de 2010, mientras que los flujos de renta con el sector público (por ejemplo, las transferencias sociales netas y el pago de impuestos) tuvieron, en general, una contribución negativa. Al tiempo que la renta de los hogares siguió contrayéndose en términos reales, debido a los elevados precios de las materias primas, el consumo privado resistió bastante bien, pues los hogares decidieron recurrir a los ahorros mantenidos por motivo de precaución (a diferencia de lo sucedido en el anterior episodio de perturbaciones observadas en los precios de las materias primas en 2008). En consecuencia, su tasa de ahorro desestacionalizada cayó hasta el 13,4%, próxima al nivel más bajo alcanzado en la pasada década, en un contexto de mejora de las perspectivas de empleo, de aumento de la riqueza de los hogares y de recuperación de algunos mercados de la vivienda (véase gráfico C). Dada la moderación de la inversión, la capacidad de financiación de los hogares cayó significativamente, y el crecimiento de los préstamos contraídos se mantuvo en niveles reducidos. Por el lado del activo, el comportamiento en la asignación de carteras continuó reflejando la búsqueda de rentabilidad y un aumento del apetito por el riesgo, observándose durante varios trimestres un flujo muy escaso hacia los instrumentos de baja rentabilidad incluidos en M3 (véase gráfico D).

El excedente bruto de explotación de las *sociedades no financieras* siguió recuperándose, debido al sólido crecimiento del valor añadido y a pesar de un aumento considerablemente más rápido de la remuneración de los asalariados. No obstante, la dinámica evolución de los impuestos directos pagados y de los dividendos distribuidos, así como los menores intereses obtenidos, dieron lugar a que el ahorro de las sociedades no financieras se contrajera levemente, en tasa intertrimestral, si bien su nivel de partida era muy elevado. La posición acreedora neta de este sector volvió, así, a una posición deudora neta, pese a la moderada inversión realizada (véase gráfico B). La tasa de creci-

2 La capacidad/necesidad de financiación de un sector es el saldo de su cuenta de capital, que mide el exceso de ahorro y de transferencias de capital netas recibidas con respecto a las inversiones de capital (capacidad financiación), o viceversa (necesidad de financiación). Es también el saldo de las cuentas financieras, que miden la diferencia entre las operaciones de activos financieros y las operaciones de pasivos.

Gráfico C Crecimiento de la renta de los hogares y del consumo; y tasa de ahorro

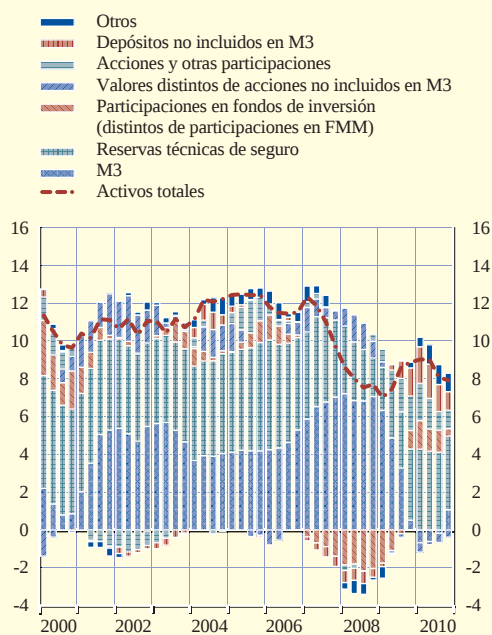
(tasas de variación interanual; porcentaje de la renta bruta disponible; flujos acumulados de los cuatro últimos trimestres)



Fuentes: Eurostat y BCE.

Gráfico D Inversión financiera de los hogares

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



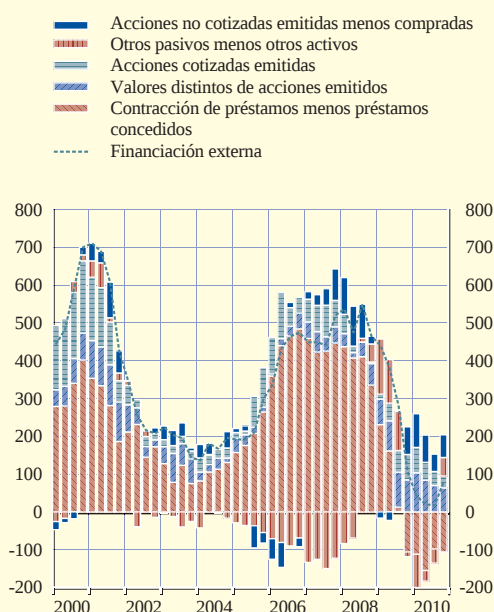
Fuentes: Eurostat y BCE.

miento de la financiación externa de las sociedades no financieras se incrementó ligeramente, siendo visibles todavía los efectos de sustitución, pese a una cierta desaceleración observada en la financiación de mercado (valores distintos de acciones y acciones cotizadas: 26 mm de euros en el segundo semestre de 2010) y una amortización neta de los préstamos de las instituciones financieras monetarias menos pronunciada que antes (8 mm de euros en el segundo trimestre de 2010) (véase gráfico E). La constante desaceleración del crecimiento de la financiación de mercado podría reflejar, en parte, una cierta normalización de los mercados de crédito. Al mismo tiempo, la financiación intrasectorial (crédito comercial, préstamos concedidos por las sociedades no financieras, acciones no cotizadas) siguió creciendo con rapidez, lo que sugiere que las relaciones cliente-proveedor continuaron desempeñando un papel amortiguador, ya que algunas empresas podían seguir sufriendo restricciones crediticias. Tras la quiebra de Lehman Brothers, el crédito comercial se había contraído considerablemente menos que el valor añadido, lo que había mitigado la falta de crédito bancario (sobre todo para las pequeñas y medianas empresas) y los problemas de acceso al mercado. Durante el período de tensiones en los mercados de financiación, los préstamos concedidos por las sociedades no financieras (principalmente, mediante la financiación intragrupo) incluso se habían acelerado (véase gráfico F). Además, las sociedades no financieras aumentaron considerablemente sus reservas de liquidez (depósitos, pero también valores distintos de acciones) e incrementaron sus compras de acciones cotizadas.

Las cuentas de las *Administraciones Públicas* siguieron mejorando (desde un déficit máximo del 6,7% en el primer trimestre de 2010), como consecuencia de la recuperación económica y del efecto

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

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

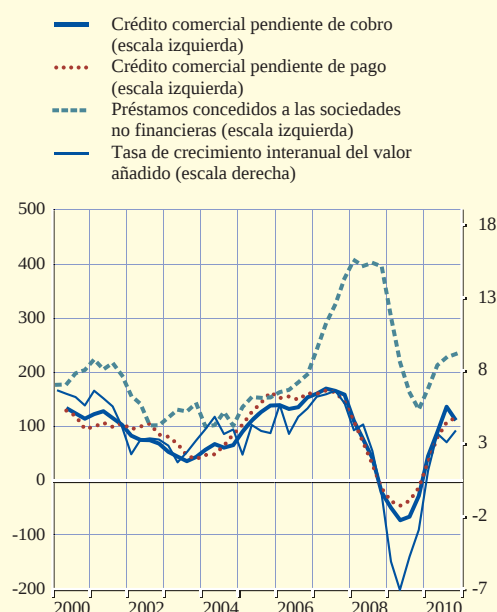


Fuente: BCE.

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

Gráfico F Préstamos concedidos por las sociedades no financieras y su crédito comercial pendiente de cobro y pago

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



Fuentes: Eurostat y BCE.

Nota: El BCE estima los créditos comerciales pendiente de cobro y pago utilizando información parcial.

de las medidas de consolidación fiscal. Los impuestos y las contribuciones sociales crecieron en tasa interanual, mientras que la remuneración de los empleados públicos se contrajo, en términos interanuales, por primera vez en la historia, y el crecimiento de las prestaciones sociales y del gasto por intereses se mantuvo contenido. La emisión de deuda se incrementó considerablemente, en paralelo con una fuerte acumulación de activos financieros, debido principalmente a la actuación de un banco malo alemán concreto. La estructura de reestructuración creada para ello en el cuarto trimestre de 2010 con el fin de mantener los activos deteriorados se clasifica, según las normas recogidas en el SEC 95, como perteneciente al sector público; se observa que ha contraído importantes pasivos para financiar la adquisición de los activos deteriorados.

El pronunciado incremento de la renta disponible de las *instituciones financieras* se debió, fundamentalmente, al hecho de que los dividendos obtenidos fueron más elevados que los dividendos pagados, mientras que tanto su valor añadido como su excedente bruto de explotación se contrajeron en términos interanuales. El elevado importe de los beneficios netos no distribuidos (165 mm de euros, incluidas las transferencias de capital netas, en 2010), junto con la revalorización de su cartera de acciones y participaciones, han compensado las pérdidas de valor de los valores distintos de acciones mantenidos (atribuibles a una curva de rendimientos cada vez más inclinada y a perturbaciones en algunos mercados de deuda públicas) y de los instrumentos denominados en

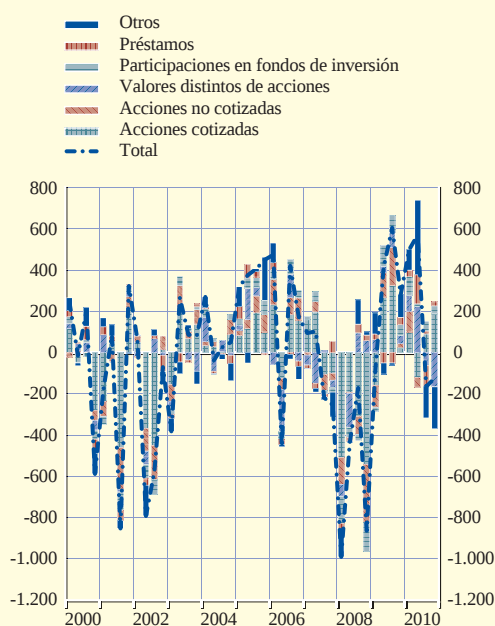
dólares estadounidenses (véase gráfico G). En un contexto de presiones a favor del desapalancamiento, el incremento de los balances de las sociedades financieras (excluidos los depósitos interbancarios) siguió siendo moderado, y ascendió, en promedio, a 200 mm al trimestre, frente a los hasta 1,2 billones durante el anterior periodo de fuerte apalancamiento. Al mismo tiempo, el desplazamiento hacia activos más seguros observado anteriormente empezó a revertir. Sin embargo, hasta el momento el patrón de desintermediación financiera que se observó tras la quiebra de Lehman Brothers solo ha desaparecido en parte: las asignaciones de cartera de los hogares todavía prefieren los activos no monetarios, y la financiación externa de las sociedades no financieras continúa recurriendo en gran medida a la financiación entre empresas relacionadas y a la todavía dinámica (aunque en desaceleración) financiación en los mercados.

Mercados financieros

Respecto al mercado de valores distintos de acciones, el sector público aumentó su número de emisiones de deuda, mientras que las instituciones financieras monetarias redujeron su recurso a este mercado y las instituciones financieras monetarias siguieron amortizando significativamente sus pasivos. Los intermediarios financieros no monetarios distintos de empresas de seguros y fondos de pensiones (denominados habitualmente «otros intermediarios financieros»), las entidades aseguradoras y las sociedades no financieras aumentaron el número de valores distintos de acciones que mantenían en sus carteras, mientras que los hogares y las instituciones financieras monetarias vendieron dichos activos. El resto del mundo no recuperó el importante papel de vendedor neto que había desempeñado desde mediados de 2008 hasta mediados de 2010. En el mercado de fondos de inversión, la emisión de participaciones en fondos de inversión distintos de los fondos del mercado monetario continuó siendo elevada (en contraposición con las considerables amortizaciones observadas en las participaciones en fondos del mercado monetario), como consecuencia del apetito de los hogares por activos de mayor riesgo y a más largo plazo. En el mercado de acciones cotizadas, la emisión neta se moderó ligeramente, tanto en el caso de las instituciones financieras monetarias como en el de las sociedades no financieras. Todos los sectores nacionales se convirtieron de nuevo en importantes compradores: fondos de inversión de los otros intermediarios financieros, pero también de las instituciones financieras monetarias, de las sociedades no financieras y de los hogares, mientras que los no residentes fueron importantes vendedores. En el mercado de préstamos, las sociedades no financieras disminuyeron sus continuas amortizaciones de préstamos de las instituciones financieras monetarias, en particular en el segmento a corto plazo, mientras que el crecimiento del endeudamiento de los hogares se mantuvo estable.

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

(flujos intertrimestrales; mm de euros)

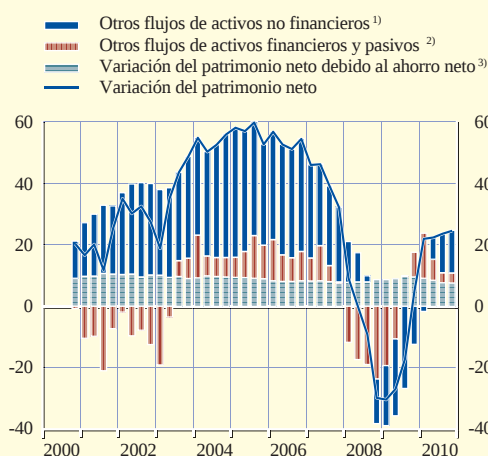


Fuentes: Eurostat y BCE

Nota: El total hace referencia a «otros flujos económicos», que se refieren, principalmente, a las ganancias y las pérdidas (realizadas o no realizadas) (incluido el saneamiento de préstamos).

Gráfico H Variación del patrimonio neto de los hogares

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



Fuentes: Eurostat y BCE.

Notas: Los datos de activos no financieros son estimados por el BCE.

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

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

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

Evolución de los balances

En el cuarto trimestre de 2010, el patrimonio neto de los hogares siguió creciendo a una tasa interanual significativa, que alcanzó el 24,6% de su renta anual. Aparte de la positiva influencia del ahorro neto (7,6% de la renta, que siguió descendiendo gradualmente a causa de la caída observada en la tasa de ahorro), los hogares se beneficiaron de las revalorizaciones observadas en sus tenencias de activos inmobiliarios y de acciones y otras participaciones (17% de la renta), como consecuencia de la vigorosa recuperación del mercado de renta variable, en tasa interanual, hasta finales de 2010. El precio de los inmuebles residenciales ha estado subiendo, en tasa interanual, durante seis trimestres consecutivos, tras seis trimestres consecutivos de caídas (véase gráfico H).

3 PRECIOS Y COSTES

Según el avance de Eurostat, la inflación interanual de la zona del euro medida por el IAPC se elevó hasta el 2,8% en abril de 2011, desde el 2,7% de marzo. El aumento de las tasas de inflación observado durante el primer cuatrimestre 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 alcistas sobre la inflación, generadas principalmente por los precios de la energía y de las materias primas. 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 de la zona del euro medida por el IAPC se elevó hasta el 2,8% en abril de 2011, desde el 2,7% de marzo (véase cuadro 5). Este aumento fue ligeramente mayor de lo previsto, debido principalmente a la evolución de los componentes de bienes industriales no energéticos y de alimentos no elaborados. En cuanto a los precios de la energía, que fueron el principal factor determinante de la escalada de la inflación medida por el IAPC en los primeros meses de 2011, la transmisión de los incrementos anteriores de los precios del petróleo fue visible en el componente energético del IAPC de marzo y también en los precios de consumo de los combustibles líquidos, según la información procedente del Boletín Petrolífero semanal de la Comisión Europea correspondiente al mes de abril.

En marzo de 2011, el último mes para el que se dispone de una desagregación oficial, la tasa de crecimiento interanual de la inflación medida por el IAPC general se situó en el 2,7%, frente al 2,4% de febrero (véase gráfico 22). Este ascenso registrado en marzo fue reflejo, principalmente, del aumento de la tasa de variación interanual de los bienes industriales no energéticos. En términos intermensuales desestacionalizados, la inflación medida por el IAPC general se incrementó un 0,6% en marzo, frente al 0,1% del mes anterior.

En marzo, la tasa de variación interanual de los precios de la energía se mantuvo prácticamente sin cambios en el 13%, al compensarse de forma casi exacta dos influencias opuestas: los incrementos intermensuales de los precios de todas las partidas y un fuerte efecto de base a la baja. 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 de marzo de 2010.

Cuadro 5 Evolución de los precios

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

	2009	2010	2010 Nov	2010 Dic	2011 Ene	2011 Feb	2011 Mar	2011 Abr
IAPC y sus componentes								
Índice general ¹⁾	0,3	1,6	1,9	2,2	2,3	2,4	2,7	2,8
Energía	-8,1	7,4	7,9	11,0	12,0	13,1	13,0	.
Alimentos no elaborados	0,2	1,3	2,6	3,2	2,2	2,7	2,2	.
Alimentos elaborados	1,1	0,9	1,3	1,5	1,8	2,0	2,5	.
Bienes industriales no energéticos	0,6	0,5	0,9	0,7	0,5	0,1	0,9	.
Servicios	2,0	1,4	1,3	1,3	1,5	1,6	1,6	.
Otros indicadores de precios								
Precios industriales	-5,1	2,9	4,5	5,4	6,0	6,6	6,7	.
Precios del petróleo (euro/barril)	44,6	60,7	63,1	69,6	72,6	76,6	82,1	85,1
Precios de las materias primas no energéticas	-18,5	44,7	48,6	49,6	46,0	47,5	35,7	15,2

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

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

La tasa de variación interanual de los precios de los alimentos no elaborados disminuyó hasta el 2,2%, desde el 2,7% de febrero, como consecuencia de la tasa de crecimiento negativa, en términos interanuales, de los precios de las legumbres y hortalizas, mientras que las tasas de variación interanual de los precios de la carne, del pescado y de la fruta aumentó con respecto al mes anterior. La tasa de inflación interanual de los precios de los alimentos elaborados volvió a subir, hasta el 2,5%, impulsada por el aumento de las tasas de inflación de muchas partidas. Pese a este incremento, parece que la transmisión del reciente ascenso de los precios de las materias primas alimentarias a los consumidores sigue siendo limitada por el momento.

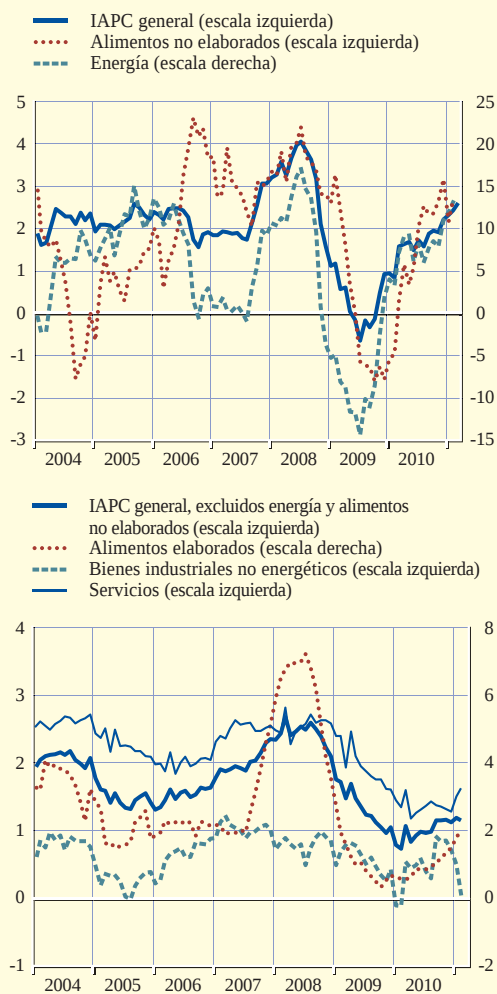
Si se excluyen los alimentos y la energía, que representan cerca del 30% de la cesta del IAPC, la inflación interanual medida por el IAPC se elevó hasta el 1,3% en marzo, desde el 1% registrado en febrero. De los dos componentes del IAPC, excluidos los alimentos y la energía, la tasa de inflación de los bienes industriales no energéticos aumentó desde el 0,1% de febrero, hasta el 0,9% en marzo. Este incremento se debió, entre otros factores, a un fuerte repunte del precio de los artículos de vestir y del calzado, que probablemente es un efecto del fin de las rebajas de invierno. Además, la introducción de las nuevas normas sobre el tratamiento de los productos de temporada provocó distorsiones al alza en la tasa de variación interanual de este componente en marzo, tras una considerable distorsión a la baja en enero y febrero (véase también el recuadro 3 del Boletín Mensual de abril de 2011). La inflación de los precios de los servicios se mantuvo sin variación en el 1,6%, como consecuencia de la práctica estabilidad de las tasas de variación interanual de los precios de varias partidas, incluido el transporte.

3.2 PRECIOS INDUSTRIALES

La inflación de los precios industriales, excluida la construcción, volvió a aumentar, desde el 6,6% de febrero, hasta el 6,7% de marzo (véanse cuadro 5 y gráfico 23). La tasa de crecimiento interanual de marzo se situó ligeramente por encima de las expectativas del mercado y 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 alimentos. Si se excluye la energía, el índice se mantuvo en el 4,5%, su nivel más alto desde mediados de los años noventa.

Gráfico 22 Desagregación del IAPC por principales componentes

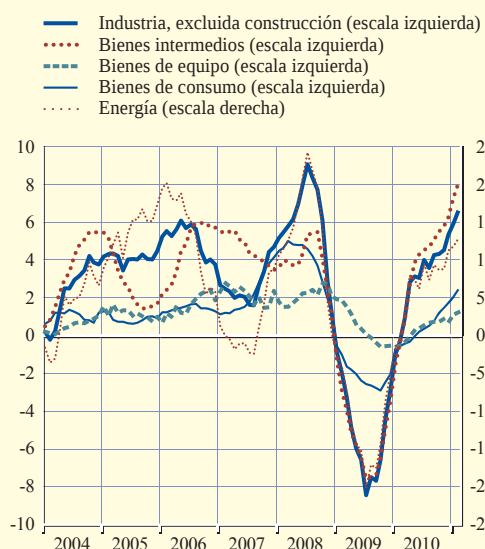
(tasas de variación interanual; datos mensuales)



Fuente: Eurostat.

Gráfico 23 Desagregación de los precios industriales

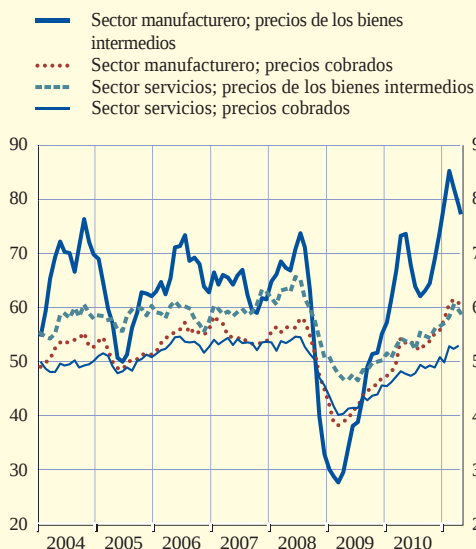
(tasas de variación interanual; datos mensuales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Gráfico 24 Encuestas sobre precios de los bienes intermedios y precios de producción

(índices de difusión; datos mensuales)



Fuente: Markit.

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

La tasa de variación interanual de los precios industriales de los bienes de consumo aumentó hasta el 2,8%, como consecuencia del incremento de los precios industriales de los alimentos, que subieron desde el 6,8% de febrero (en términos interanuales) hasta el 7,4% de marzo. A pesar de este nuevo ascenso, las tasas permanecen muy por debajo de las registradas en 2007, por lo que siguen sugiriendo una transmisión aún incompleta de las alzas de los precios de las materias primas alimentarias a los precios industriales y de consumo 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, volvió a incrementarse hasta el 0,8% en marzo, tras pasar a ser ligeramente positiva en noviembre. Esta evolución gradual al alza señala crecientes presiones 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 abril, los datos de las encuestas, que reflejan la evolución del IPRI, siguen señalando presiones muy elevadas sobre los precios en la cadena de producción (véase gráfico 24). El índice de directores de compras de abril de 2011 confirma la persistencia de tales presiones, a pesar de una cierta caída de los índices. Se considera que estas presiones obedecen al efecto combinado de la subida de los precios de las materias primas y a la actual escasez de oferta. En el sector manufacturero, el índice de precios de los bienes intermedios se situó en 79,0 y el índice de precios de venta en 61,0. Ambos índices disminuyeron con respecto a sus máximos históricos, registrados en febrero y marzo de 2011, respectivamente. Los niveles actuales de estos índices continúan indicando que todavía está pendiente que los aumentos acumulados de los costes se transmitan a los precios de consumo. En el sector servicios, el índice de precios de los bienes intermedios descendió ligeramente hasta 59,5, mientras que el índice de precios de venta se elevó desde 52,4, en marzo, hasta 53,0, en abril, el nivel más alto alcanzado desde agosto de 2008.

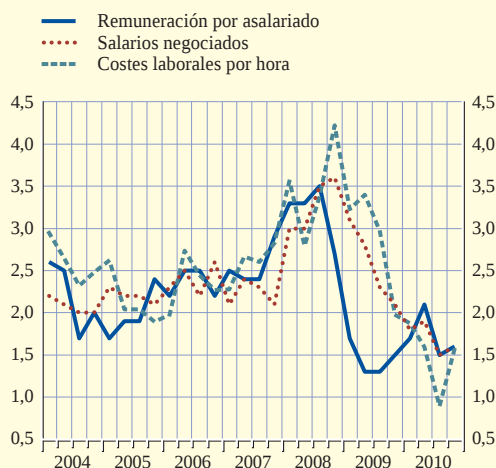
3.3 INDICADORES DE COSTES LABORALES

Los indicadores de costes laborales mantuvieron una evolución moderada en el cuarto trimestre de 2010. La información preliminar sobre salarios negociados correspondiente a enero y febrero de 2011 sugiere que el patrón de un mayor, pero todavía moderado, crecimiento salarial se ha mantenido, en general, a principios de 2011, en línea con la ligera mejora de la situación de los mercados de trabajo. Sin embargo, los incrementos salariales de 2010 y, en gran medida, también de 2011 se acordaron antes del reciente aumento de la inflación medida por el IAPC general, derivado de las acusadas subidas de los precios de las materias primas.

La tasa de crecimiento interanual de los salarios negociados de la zona del euro fue del 1,6% en el cuarto trimestre de 2010, tras el 1,5% del tercer trimestre (véanse cuadro 6 y gráficos 25 y 26). La tasa de crecimiento interanual de los costes laborales por hora de la zona del euro se elevó hasta el 1,6% en el cuarto trimestre de 2010, desde el 0,9% del trimestre anterior. Este aumento estuvo determinado, principalmente, por la evolución del sector industrial, mientras que los costes laborales por hora en otros sectores, como el de los servicios de mercado, registraron una tasa de crecimiento menos acusada o incluso negativa, como en el caso del sector de la construcción.

Gráfico 25 Indicadores de costes laborales

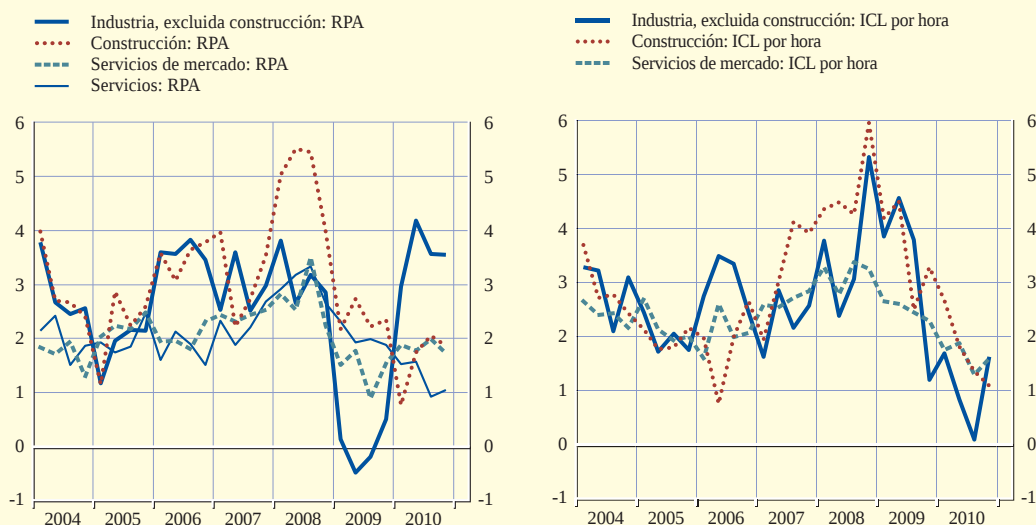
(tasas de variación interanual; datos trimestrales)



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.

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	1,5	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.

La tasa de crecimiento interanual de la productividad del trabajo por persona ocupada disminuyó hasta el 1,8%, frente al 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 observada en los tres primeros trimestres, que fue del 0,6% en promedio.

3.4 PERSPECTIVAS DE INFLACIÓN

De cara al futuro, es probable que las tasas de inflación medidas por el IAPC se mantengan claramente por encima del 2% en los próximos meses. En las primeras fases del proceso de producción se aprecian también presiones al alza sobre la inflación, generadas principalmente por los precios de la energía y de las materias primas. Es fundamental que la subida de la inflación medida por el IAPC no provoque efectos de segunda vuelta en la fijación de precios y salarios, dando lugar a presiones inflacionistas generalizadas. Las expectativas de inflación 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.

La última encuesta del BCE a expertos en previsión económica (véase recuadro 5) muestra, en relación con la encuesta anterior, que los encuestados han revisado al alza las expectativas de inflación para 2011 y 2012, y las han situado dentro de los intervalos de las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro en marzo de 2011. Las expectativas de inflación a más largo plazo (para 2015) se mantienen sin variación en el 2%.

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 marco 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.

Recuadro 5

RESULTADOS DE LA ENCUESTA DEL BCE A EXPERTOS EN PREVISIÓN ECONÓMICA CORRESPONDIENTES AL SEGUNDO TRIMESTRE DE 2011

Este recuadro presenta los resultados de la encuesta a expertos en previsión económica (EPE) correspondientes al segundo trimestre de 2011. En relación con esta encuesta, llevada a cabo por el BCE entre el 15 y el 19 de abril de 2011, se recibieron 55 respuestas. La encuesta recoge información sobre las expectativas de expertos de instituciones financieras y no financieras radicadas en la Unión Europea respecto a la inflación, el crecimiento del PIB real y el desempleo de la zona del euro¹.

Expectativas de inflación para los años 2011 y 2012

Se prevé que la inflación se sitúe, en promedio, en el 2,5% en 2011 y en el 1,9% en 2012. En relación con la encuesta anterior, los expertos han revisado al alza sus expectativas de inflación: 0,6 puntos porcentuales para 2011 y 0,1 puntos porcentuales para 2012 (véase cuadro)². En opinión de los encuestados, la considerable corrección al alza efectuada para 2011 obedece prácticamente en su totalidad al acusado aumento de los precios de las materias primas y, en particular, de la energía. Se espera que la presión alista general sobre los precios ceda en el segundo semestre de 2011 y, especialmente, en 2012. Los encuestados aprecian algunos riesgos al alza en el corto plazo derivados del impacto de las tensiones geopolíticas existentes en el Norte de África y Oriente Medio sobre la evolución de los precios del petróleo.

- 1 Dada la diversidad de los encuestados, los resultados agregados de la EPE pueden reflejar un conjunto relativamente heterogéneo de opiniones y supuestos subjetivos.
- 2 Puede obtenerse información adicional en la dirección del BCE en Internet www.ecb.europa.eu/stats/prices/indic/forecast/html/index.en.html

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

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

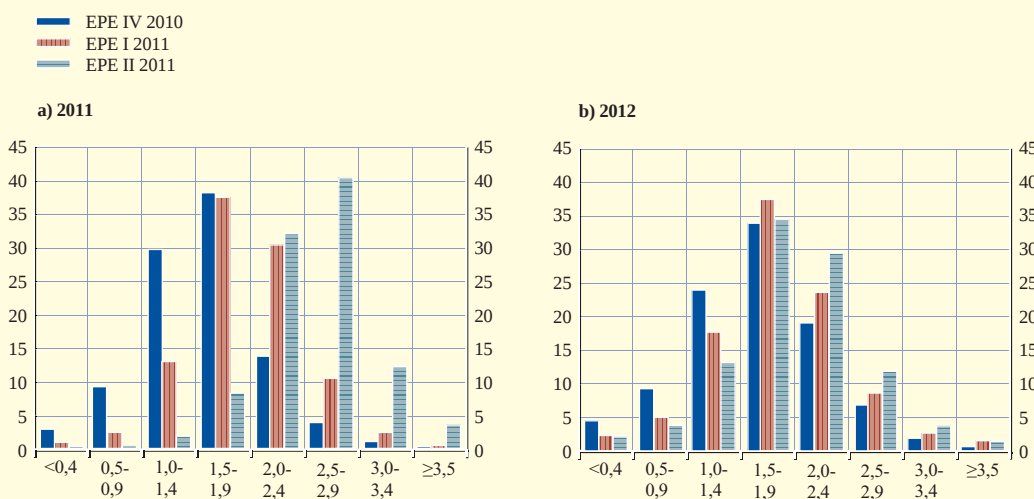
Inflación medida por el IAPC	Horizonte de la encuesta		
	2011	2012	A más largo plazo ²⁾
EPE II 2011	2,5	1,9	2,0
EPE anterior (I 2011)	1,9	1,8	2,0
Proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema (marzo 2011)	2,0-2,6	1,0-2,4	-
Consensus Economics (abril 2011)	2,4	1,8	2,1
Barómetro de la Zona del Euro (abril 2011)	2,4	1,8	2,1
Crecimiento del PIB real	Horizonte de la encuesta		
	2011	2012	A más largo plazo ²⁾
EPE II 2011	1,7	1,7	1,9
EPE anterior (I 2011)	1,6	1,7	1,9
Proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema (marzo 2011)	1,3-2,1	0,8-2,8	-
Consensus Economics (abril 2011)	1,7	1,7	1,7
Barómetro de la Zona del Euro (abril 2011)	1,7	1,7	1,9
Tasa de desempleo ¹⁾	Horizonte de la encuesta		
	2011	2012	A más largo plazo ²⁾
EPE II 2011	9,8	9,5	8,2
EPE anterior (I 2011)	9,9	9,6	8,3
Consensus Economics (abril 2011)	9,8	9,5	-
Barómetro de la Zona del Euro (abril 2011)	9,8	9,4	8,2

1) En porcentaje de la población activa.

2) Las expectativas de inflación a más largo plazo de la EPE, de Consensus Economics y del Barómetro de la Zona del Euro se refieren a 2015.

Gráfico A Distribución de probabilidad de la inflación media anual en 2011 y 2012 en las últimas encuestas EPE¹⁾

(probabilidad en porcentaje)



Fuente: BCE.

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

Estas expectativas se sitúan dentro de los intervalos de las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE en marzo de 2011. En comparación con las previsiones de abril de 2011 de Consensus Economics y del Barómetro de la Zona del Euro, las expectativas de inflación de la EPE son ligeramente más elevadas para ambos años.

El cuestionario de la EPE solicita también que se evalúe la probabilidad de que la inflación se sitúe dentro de intervalos específicos. En comparación con la encuesta anterior, la distribución de probabilidad agregada para 2011 se ha desplazado considerablemente hacia la derecha (véase gráfico A). Ahora los encuestados asignan la probabilidad más alta (41%) al intervalo comprendido entre el 2,5% y el 2,9%, mientras que atribuyen una probabilidad del 32% al intervalo situado entre el 2% y el 2,4%. La distribución de probabilidad para 2012 también se ha desplazado hacia la derecha en comparación con la encuesta anterior. Las distribuciones de probabilidad individuales muestran que los encuestados consideran que los riesgos para sus previsiones son a la baja para 2011 y están prácticamente equilibrados para 2012³.

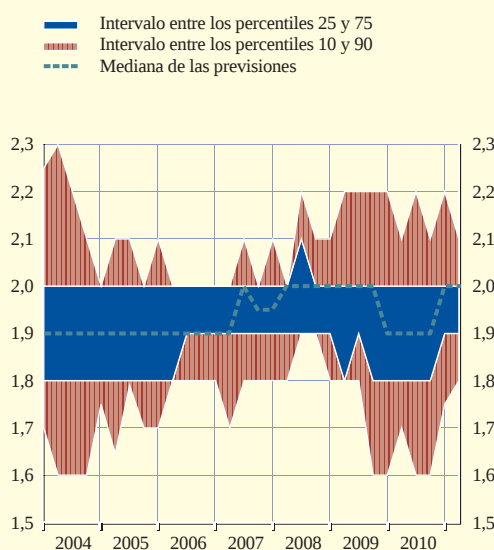
Expectativas de inflación a más largo plazo

En promedio, las expectativas de inflación a más largo plazo (para 2015) permanecen sin variación en el 2% (1,96% con dos decimales, frente al 1,95% de la encuesta anterior). La mediana de las previsiones también se mantiene en el 2%, mientras que el desacuerdo entre los expertos en cuanto a sus expectativas de inflación a más largo plazo, medido por la desviación típica de sus previsiones, ha disminuido ligeramente (véase gráfico B). Si se analizan las distribuciones de probabilidad relativas a la inflación a más largo plazo, la probabilidad asignada a que dicha inflación se sitúe en el 2% o en

3 Los riesgos se definen como alcistas (bajistas) cuando es menor el número de encuestados cuyas previsiones se sitúan por encima (por debajo) de la media de su distribución de probabilidad que el número de encuestados cuyas previsiones se encuentran por debajo (por encima) de dicha media.

Gráfico B Previsiones de inflación a más largo plazo de los participantes en la EPE ¹⁾

(tasas de variación anual)



Fuente: BCE.

1) En la encuesta actual, «a más largo plazo» se refiere a 2015.

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

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



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

un nivel superior se ha incrementado, en términos agregados, hasta el 50%, frente al 48% de la encuesta anterior. Al mismo tiempo, la desviación típica de la distribución de probabilidad agregada, que es una medida de la incertidumbre agregada, ha aumentado hasta alcanzar el máximo histórico desde que comenzó a realizarse la encuesta en 1999⁴.

Las expectativas de inflación a más largo plazo de la EPE se sitúan 0,1 puntos porcentuales por debajo de las previsiones a largo plazo de abril de 2011 de Consensus Economics y del Barómetro de la Zona del Euro (ambas para 2015). Los indicadores de expectativas de inflación basados en los mercados financieros se han mantenido ligeramente más elevados. Sin embargo, estos indicadores incorporan no solo el nivel de inflación esperada, sino también una prima adicional para compensar a los inversores en renta fija por los riesgos de inflación. En general, son también más volátiles que los indicadores basados en encuestas, debido a la volatilidad de la citada prima de riesgo de inflación y también a las fluctuaciones en la liquidez de los mercados de renta fija, especialmente desde mediados de 2008 (véase gráfico C)⁵. Por lo tanto, no conviene interpretar automáticamente que la volatilidad de estos indicadores sea un reflejo de las revisiones de las expectativas de inflación a largo plazo de los participantes en el mercado⁶.

4 Para más información sobre las medidas de incertidumbre, véase el recuadro titulado «Cómo medir las percepciones de la incertidumbre macroeconómica», *Boletín Mensual*, BCE, enero de 2010.

5 Véase también el artículo titulado «Las expectativas de inflación en la zona del euro: análisis de la evolución reciente», *Boletín Mensual*, BCE, febrero de 2011.

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

Expectativas de crecimiento del PIB real

Las expectativas de crecimiento del PIB real en la EPE para 2011 han sido revisadas al alza en 0,1 puntos porcentuales y se sitúan actualmente en el 1,7%. Las expectativas de crecimiento para 2012 permanecen sin variación en el 1,7%. Estas expectativas están dentro de los intervalos de las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE en marzo de 2011 y coinciden plenamente con las últimas previsiones de Consensus Economics y del Barómetro de la Zona del Euro para 2011 y 2012 (véase cuadro).

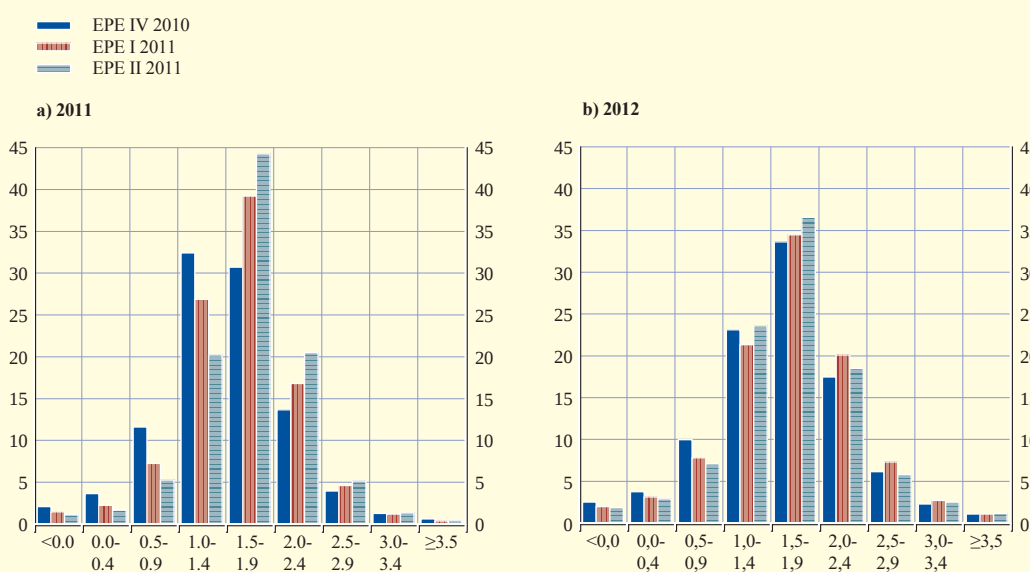
En opinión de los encuestados, la revisión al alza en 2011 se basa, principalmente, en el aumento de la actividad interna registrado a principios del año en algunas de las grandes economías de la zona del euro, particularmente en Alemania.

En consonancia con la revisión al alza del crecimiento esperado del PIB real en 2011, la distribución de probabilidad agregada para ese año se ha desplazado considerablemente hacia la derecha. Los encuestados asignan ahora una probabilidad del 44% al intervalo comprendido entre el 1,5% y el 1,9%, mientras que la probabilidad asignada al intervalo situado entre el 1% y el 1,4% se ha reducido hasta el 20%. Por lo que se refiere a 2012, la distribución de probabilidad agregada se ha desplazado marginalmente hacia la izquierda, pero sigue concentrada en el intervalo comprendido entre el 1,5% y el 1,9%, al que se asigna una probabilidad del 37% (véase gráfico D).

Las distribuciones de probabilidad individuales muestran que los encuestados consideran que los riesgos para sus previsiones son a la baja tanto para 2011 como para 2012. En su opinión, los principales riesgos bajistas para las perspectivas de crecimiento del PIB son un impacto mayor de lo esperado

Gráfico D Distribución de probabilidad del crecimiento medio anual del PIB real en 2011 y 2012 en las últimas encuestas EPE¹⁾

(probabilidad en porcentaje)



Fuente: BCE.

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

derivado del endurecimiento de la política fiscal, principalmente en los países de la zona del euro que experimentan dificultades en sus finanzas públicas, una escalada continua de los precios de la energía, que reduce el poder adquisitivo de los hogares, y una posible desaceleración del crecimiento mundial, especialmente en las economías emergentes.

Según la EPE, las expectativas de crecimiento a más largo plazo (para 2015) se mantienen estables en el 1,9%. Estas expectativas están en consonancia con las previsiones más recientes del Barómetro de la Zona del Euro y se sitúan 0,2 puntos porcentuales por encima de las previsiones de Consensus Economics. Los riesgos para las previsiones de crecimiento a más largo plazo obtenidos comparando las distribuciones de probabilidad individuales y las previsiones son a la baja.

Expectativas para la tasa de desempleo de la zona del euro

Las expectativas respecto a la tasa de desempleo se han revisado ligeramente a la baja, en 0,1 puntos porcentuales, tanto para 2011 como para 2012, y se sitúan en el 9,8% y el 9,5%, respectivamente. Las distribuciones de probabilidad individuales muestran que los encuestados consideran que los riesgos para estas previsiones son bajistas para 2011 y alcistas para 2012. Con respecto a la EPE anterior, los encuestados han revisado ligeramente a la baja, en 0,1 puntos porcentuales, las expectativas a más largo plazo relativas a la tasa de desempleo (para 2015), situándolas en el 8,2%, y consideran que las perspectivas a más largo plazo están sujetas a riesgos alcistas.

Otras variables y supuestos condicionantes

Según otros datos facilitados por los encuestados, estos esperan en general que: i) los precios del petróleo rondan los 115 dólares por barril en el segundo trimestre de 2011 y disminuyan ligeramente hasta una media de 110 dólares por barril en 2012; ii) la tasa media de crecimiento interanual de los salarios se sitúe en el 1,8% en 2011 y aumente progresivamente hasta el 2,4% en 2015; iii) el tipo de cambio entre el euro y el dólar sea de 1,39 en el segundo trimestre de 2011 y después se deprecie ligeramente, hasta situarse en 1,37 en el primer trimestre de 2012 y iv) el tipo principal de financiación del BCE se incremente de forma gradual desde el 1,3%, aproximadamente, en el segundo trimestre de 2011 hasta cerca del 1,9% en el primer trimestre de 2012, alcanzando un promedio del 2,2% en 2012.

4 PRODUCTO, DEMANDA Y MERCADO DE TRABAJO

El producto de la zona del euro ha seguido aumentando desde el tercer trimestre de 2009. Después del crecimiento intertrimestral del 0,3% observado en el PIB real de la zona del euro en el cuarto trimestre de 2010, las últimas estimaciones estadísticas y los indicadores de opinión apuntan al mantenimiento de un positivo dinamismo subyacente en la actividad económica de la zona del euro durante el primer trimestre de 2011 y a comienzos del segundo trimestre.

De cara al futuro, la recuperación en curso de la economía mundial debería sostener las exportaciones de la zona del euro. Al mismo tiempo, teniendo en cuenta el elevado nivel de confianza empresarial existente 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 siga moderando, en cierta medida, la actividad. En un contexto de elevada incertidumbre, los riesgos para estas perspectivas económicas siguen estando prácticamente equilibrados.

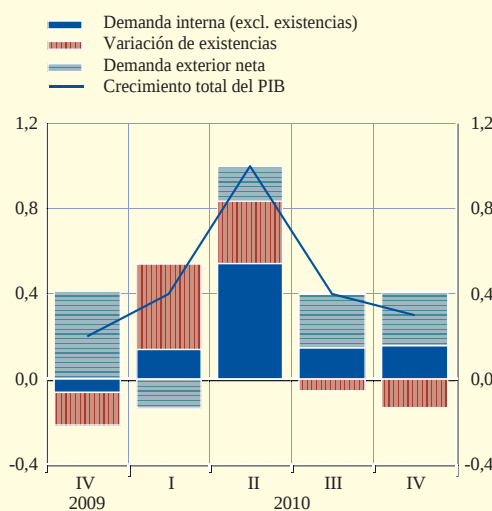
4.1 PIB REAL Y COMPONENTES DE LA DEMANDA

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 tercero (véase gráfico 27). Mientras tanto, la tasa de variación interanual del cuarto trimestre se mantuvo en el 2%, la misma tasa que en los dos trimestres anteriores y por encima del crecimiento medio observado desde 1996, que es del 1,7%¹. En 2010 en su conjunto, el PIB real de la zona del euro aumentó un 1,8%. En este contexto, en el recuadro 6 se presentan los indicadores utilizados para describir y predecir el ciclo económico de la zona del euro desde un punto de vista cualitativo, que señalan el mantenimiento de una evolución cíclica positiva en la zona.

El consumo privado se incrementó un 0,4%, en tasa intertrimestral, en el cuarto trimestre de 2010. En lo que respecta al primer trimestre de 2011, la información disponible apunta a un crecimiento positivo, pero moderado, del gasto en consumo. En marzo, las ventas del comercio al por menor se redujeron un 1%, en tasa intermensual, lo que dio lugar a un descenso intertrimestral del 0,1% en el primer trimestre en su conjunto (véase gráfico 28). A pesar de esta contracción intertrimestral, se puede considerar una mejora si se compara con la reducción del 0,3% que se observó en el último trimestre de 2010. Al mismo tiempo, las matriculaciones de automóviles aumentaron un 1,8% en el primer trimestre de 2011, después del fuerte avance, del 6,8%, que se registró en el trimestre anterior. Los datos de las encuestas relativas al sector minorista correspondientes a abril de 2011 son coherentes con un crecimiento positivo, pero limitado, de las ventas del comercio al por menor a comienzos del segundo trimestre. Además,

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.

1 La contabilidad nacional trimestral de la zona del euro, publicada por Eurostat, solo está disponible a partir del primer trimestre de 1995.

los indicadores de confianza de los consumidores y de compras esperadas de bienes duraderos, publicados por la Comisión Europea, se mantuvieron prácticamente estables en el primer trimestre de 2011, antes de mostrar un pequeño descenso en abril. El último indicador continúa situándose en niveles reducidos, lo que sugiere que los consumidores siguen actuando con cautela.

Recuadro 6

LA MEDICIÓN Y PREDICCIÓN DEL CICLO ECONÓMICO DE LA ZONA DEL EURO

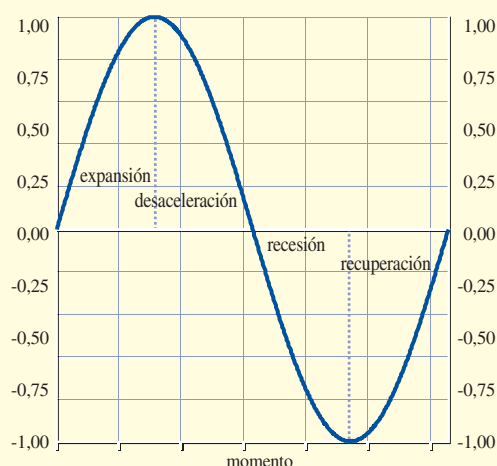
Disponer de información precisa sobre el estado actual y futuro del ciclo económico constituye una aportación valiosa para el proceso de toma de decisiones de los responsables de la política económica y de las empresas. Por este motivo, diversas instituciones académicas, comerciales, públicas, así como centros de estudio de política económica, utilizan indicadores contemporáneos y adelantados del ciclo económico como instrumentos para medir y predecir su comportamiento. Todos estos indicadores tratan de describir y predecir el ciclo económico, pero difieren en su metodología y en las decisiones sobre el concepto utilizado para la identificación del patrón cíclico, las variables seleccionadas y su período de adelanto, así como en la ponderación de las series utilizadas para compilar un índice único. Por ejemplo, el Conference Board y la Organización de Cooperación y Desarrollo Económicos (OCDE) calculan indicadores del ciclo de la zona del euro¹. Basándose en los indicadores contemporáneos y adelantados del ciclo económico desarrollados recientemente en el BCE, en este recuadro se ilustra cómo tales indicadores pueden utilizarse para medir y predecir el ciclo económico de la zona del euro².

Medición

Una manera habitual de medir el ciclo económico es utilizar el concepto «ciclo de desviación» (más conocido como ciclo de crecimiento). Este enfoque define las fluctuaciones cíclicas de la actividad económica general en torno a su tendencia a largo plazo. Utilizando la terminología de la OCDE, pueden distinguirse cuatro fases en el ciclo de desviación: i) expansión: la actividad económica está por encima del nivel tendencial y el ciclo muestra un pendiente ascendente; es decir el nivel de actividad económica crece con más rapidez que la tendencia; ii) desaceleración: la actividad económica está por encima de la tendencia, pero deteriorándose; iii) recesión: la actividad económica está por debajo de la tendencia y el ciclo muestra una pendiente descendente, que termina en el mínimo cíclico; iv) recuperación: la actividad económica está por debajo de la tendencia, pero mejorando (véase gráfico A).

Gráfico A Fase estilizada del ciclo económico

(desviación porcentual con respecto a la tendencia)

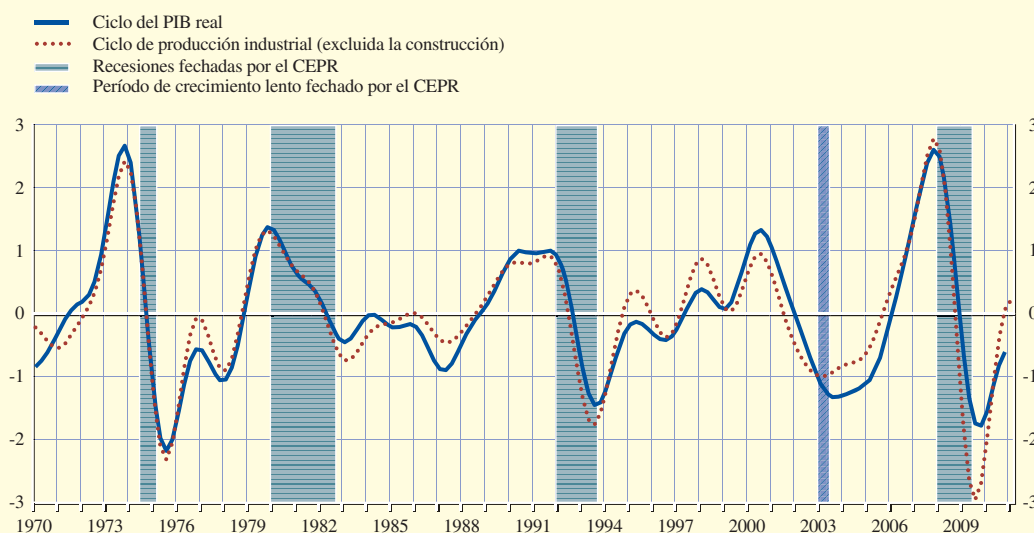


Fuente: Cálculos del BCE.

- 1 Para más información sobre los indicadores del Conference Board y de la OCDE, véanse <http://www.conference-board.org/data/bci.cfm> y <http://www.oecd.org/dataoecd/22/47/44728410.pdf>, respectivamente.
- 2 Para más detalles, véase G. Bondt y E. Hahn, «Predicting recessions and recoveries in real time: the euro area-wide leading indicator (ALI)», *Working Paper Series*, n.º 1246, BCE, Fráncfort del Meno, septiembre de 2010.

Gráfico B Indicadores del ciclo económico de la zona del euro derivados de la producción industrial (excluida la construcción) y el PIB real

(desviación porcentual con respecto a la tendencia, estandarizada, datos trimestrales)



Fuentes: BCE, Eurostat, base de datos del modelo para el conjunto de la zona del euro y cálculos del BCE.

Notas: El horizonte del indicador que se basa en el PIB real se extiende hasta el cuarto trimestre de 2010, y el indicador basado en la producción industrial, excluida la construcción, abarca hasta el primer trimestre de 2011. Para el primer trimestre de 2011, el último indicador se basa en datos solamente para enero y febrero. Los indicadores se obtienen a partir del filtro pasa banda unilateral.

En el gráfico B se presentan los ciclos de desviación de la zona del euro derivados del PIB real y de la producción industrial, excluida la construcción, aplicando un filtro pasa banda unilateral. Muestra la desviación porcentual de estos dos componentes cíclicos con respecto a sus correspondientes tendencias. En esta representación, la evolución de la desviación cíclica con respecto a la tendencia puede deberse a cambios en la intensidad de crecimiento tanto del componente cíclico como del componente tendencial. Por ejemplo, las mejoras observadas en esos indicadores representan tanto un fortalecimiento del crecimiento del componente cíclico en relación con el componente tendencial como un debilitamiento del crecimiento tendencial. El gráfico muestra que el indicador del ciclo económico basado en la producción industrial, excluida la construcción, es muy similar al ciclo derivado del PIB real. Ello sugiere que el primer indicador, para el que se dispone de forma temprana de datos mensuales (los datos de producción se publican con mes y medio de retraso, mientras que únicamente se dispone de cifras del PIB real con frecuencia trimestral y se publican mes y medio después de que termine el trimestre de que se trate), puede seguir adecuadamente la evolución de la actividad económica general y, por lo tanto, puede utilizarse como indicador contemporáneo del ciclo económico de la zona del euro. En el gráfico B también se pone de manifiesto el hecho de que estos dos indicadores suelen alcanzar el máximo cíclico antes de que se inicien las recesiones en la zona del euro, fechadas por el Centre for Economic Policy Research (CEPR), y alcanzan el mínimo cíclico en torno al fin de estos períodos³. Estas características subrayan la importancia de estos indicadores del ciclo de desviación.

3 El método que utiliza el CEPR de fechar los ciclos económicos se refiere, en contraposición con los indicadores del ciclo económico, o que se derivan de variables, al concepto de ciclo económico clásico, que define el ciclo económico en función de la actividad económica. No obstante, conviene comparar los resultados, ya que la datación del ciclo económico del CEPR es, probablemente, la más utilizada para la zona del euro y existe una relación estrecha entre la evolución del ciclo clásico y la del ciclo de desviación (véase M. Marcellino (2006), «Leading indicators», en G. Elliott, C. W. G. Granger y A. Timmerman (eds.), *Handbook of Economic Forecasting*, Elsevier, vol. 1, capítulo 16, pp. 879-960).

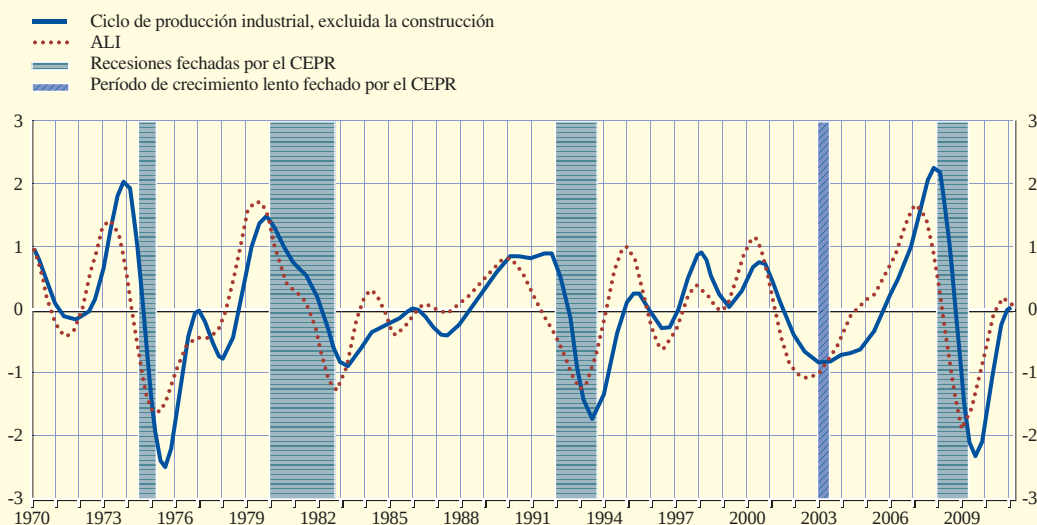
Predicción

Utilizando el indicador del ciclo económico mensual derivado de la producción industrial, excluida la construcción, como referencia para el ciclo económico de la zona del euro, se ha desarrollado un indicador adelantado para el conjunto de la zona del euro (ALI) cuyo fin es predecir los movimientos del indicador del ciclo económico con mucho adelanto. El ALI se obtiene como índice sintético de varias series adelantadas, que se seleccionan cuidadosamente a partir de un amplio conjunto de datos que han mostrado un adelanto comparativamente importante y estable con respecto al indicador que se deriva de la producción industrial, excluida la construcción. Además, se hace hincapié en utilizar una amplia gama de series adelantadas para obtener el ALI, con el fin de garantizar que se explota información relativa a distintas partes de la economía y procedente de diferentes fuentes de datos, hecho que debería contribuir a mejorar la solidez del ALI. Este indicador se calcula como media sin ponderar de nueve series adelantadas, todas ellas medidas como desviación porcentual con respecto a la tendencia, que se desplazan cuando se incluyen en el índice sintético en función de sus respectivos períodos de adelanto. Estas series son el rendimiento de la deuda pública a diez años, el índice bursátil, M1 real, las licencias de obras concedidas, la confianza de los consumidores, el índice de clima económico, los nuevos pedidos/la ratio de existencias de las manufacturas obtenidos de la encuesta a los directores de compras, la tasa de paro de Estados Unidos y el indicador de expectativas empresariales del Institute for Economic Research (Ifo) para Alemania⁴. El ALI predice la evolución

4 Las propiedades adelantadas de las expectativas que se recogen en una encuesta realizada a unas 7.000 empresas de Alemania sobre el ciclo económico de la zona del euro son probablemente mayores, debido a la considerable importancia de este país como motor de la economía de la zona del euro, dado su tamaño y la elevada participación del sector manufacturero en el valor añadido total de Alemania, frente a otros países de la zona del euro. El artículo titulado «Predictive power of leading indicators for euro area GDP growth» en el Quarterly Bulletin of De Nederlandsche Bank, de junio de 2008, muestra que el indicador de expectativas empresariales para Alemania, publicado por Ifo, parece ser el que mejor predice el crecimiento del PIB real de la zona del euro, de un conjunto de 130 series.

Gráfico C Indicador del ciclo económico de la zona del euro derivado de la producción industrial (excluida la construcción) e indicador adelantado para el conjunto de la zona del euro (ALI)

(desviación porcentual con respecto a la tendencia, estandarizada, datos trimestrales)



Fuentes: Thomson Reuters, BCE, Comisión Europea, Eurostat, Ifo Institute for Economic Research, Markit, Ministerio de Trabajo de Estados Unidos, y cálculos del BCE.

Nota: La última observación relativa al ciclo de producción industrial se refieren a febrero de 2011 y la observación correspondiente al ALI se refiere a marzo de 2011.

del indicador del ciclo económico obtenido a partir de la producción industrial, excluida, la construcción, a cinco años vista y, dado que las series incluidas en el índice se publican antes que los datos de producción industrial, anticipa en seis meses el indicador del ciclo económico basado en la producción industrial⁵.

El gráfico C muestra la evolución del indicador del ciclo económico mensual derivado de la producción industrial, excluida la construcción, junto con la del ALI⁶. El gráfico subraya el hecho de que, en general, el ALI anticipa de manera precisa el ciclo de producción industrial y señala los puntos de giro del ciclo antes y después de las recesiones en la zona del euro⁷. Con respecto a lo ocurrido más recientemente en el ciclo, el indicador del ciclo económico derivado de la producción industrial, excluida la construcción retornó a una fase de expansión en torno a fin de año, una evolución que el ALI había predicho sistemáticamente. Este paso a una fase de expansión también es coherente con la evolución última de la tasa de utilización de la capacidad productiva en la zona del euro, que recuperó su media de largo plazo en abril. De cara al futuro, el ALI vaticina una evolución cíclica positiva en la zona del euro a una tasa estable o ligeramente descendente a lo largo del período de adelanto del índice (hasta agosto de 2011). De los últimos indicadores adelantados sintéticos del Conference Board y de la OCDE se desprenden unas perspectivas similares para el ciclo económico en el futuro próximo. En este contexto, es importante observar que el ALI está diseñado para predecir la dirección y, en particular, los puntos de giro del ciclo económico de la zona del euro. Por lo tanto, el ALI es un indicador cualitativo del ciclo económico de la zona del euro, que es una de las diferencias principales con las herramientas de predicción del PIB a corto plazo⁸, cuyo carácter es cuantitativo.

En conjunto, el indicador del ciclo económico derivado de la producción industrial, excluida la construcción, proporciona información mensual de utilidad para identificar la evolución cíclica del PIB real de la zona del euro en una etapa temprana, y el ALI es útil al indicar con seis meses de adelanto la dirección futura y los puntos de giro del ciclo económico de la zona del euro. Este tipo de indicadores cualitativos del ciclo económico se utilizan en el análisis interno que se efectúa en el BCE para facilitar información que complementa datos de otras fuentes, incluidas las herramientas cuantitativas de predicción del PIB a corto plazo. Conviene, asimismo, tener en cuenta que el enfoque del ciclo de desviación se centra en la evolución del componente cíclico frente al componente tendencial, medidos ambos con un considerable grado de incertidumbre. Además, algunas de las series subyacentes utilizadas en este enfoque están sujetas a revisiones a lo largo del tiempo, y la relación histórica y los períodos medios de adelanto pueden modificarse, debido, por ejemplo, a los cambios estructurales de la economía.

5 Se pueden obtener indicadores con períodos de adelanto aún mayores eliminando sucesivamente del índice sintético general las series con un menor período de adelanto, pero a costa de reducir la fiabilidad.

6 El ciclo de producción industrial presentado en el gráfico C podría desviarse del mostrado en el gráfico B, porque el gráfico B se basa en datos mensuales, en lugar de trimestrales, y utiliza datos a partir de enero de 1960.

7 Un análisis del período comprendido entre 2007 y 2009 muestra que los indicadores señalaron adecuadamente los últimos mínimo y máximo cíclicos en tiempo real (véase la referencia citada en la nota a pie de página n.º 2).

8 Véase, por ejemplo, el artículo titulado «Previsiones a corto plazo de la actividad económica en la zona del euro», *Boletín Mensual*, BCE, abril de 2008.

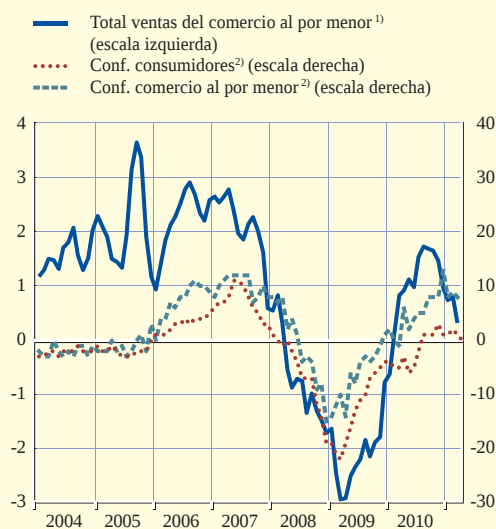
La formación bruta de capital fijo registró una reducción del 0,5%, en tasa intertrimestral, en el cuarto trimestre de 2010, tras un descenso del 0,2% en el trimestre anterior. Este descenso es plenamente atribuible a la débil evolución de la inversión en construcción (debida, en parte, al tiempo tan frío de diciembre), ya que la inversión, excluida la construcción, se incrementó en el cuarto trimestre.

Los indicadores disponibles proporcionaron señales positivas sobre el crecimiento de la inversión en la zona del euro a comienzos de 2011. Mientras que la producción de la construcción se redujo un 0,9% en febrero, la fuerte subida del 4% observada en enero implica que, a pesar de todo, en el cuarto trimestre de 2010 esta variable se situó por encima de su nivel medio. Además, el índice de directores de compras (PMI) relativo a la construcción en la zona del euro se elevó por encima de 50 en el primer trimestre de 2011, el más alto nivel registrado desde comienzos de 2007. Al mismo tiempo, el indicador de confianza de la construcción, publicado por la Comisión Europea, mostró un ligero avance en el primer trimestre de 2011. La producción industrial de bienes de equipo, un indicador de la inversión futura, excluida la construcción, creció un 1% en febrero, hasta situarse en un 2,4% por encima de su nivel medio en el cuarto trimestre de 2010. Los datos de las encuestas de opinión relativas al sector industrial, excluida la construcción (tanto el índice de producción PMI como el indicador de confianza industrial publicado por la Comisión Europea), que mejoraron en el primer trimestre de 2011, mantuvieron su solidez en abril. Además, la utilización de la capacidad productiva ha venido aumentando desde mediados de 2009, según las encuestas de la Comisión Europea, y, en abril, se situó en un nivel ligeramente por debajo de su media de largo plazo. El número de encuestados que han informado de una demanda insuficiente como factor limitador de la producción ha disminuido de forma notoria durante este período, mientras que la influencia de las restricciones de oferta derivadas de la falta de equipo o de escasez de mano de obra ha aumentado. Por último, la encuesta sobre inversión de la Comisión Europea de la primavera de 2011, que se lleva a cabo dos veces al año, muestra una mejora de los planes de inversión para 2011, poniendo de manifiesto que, este año, las empresas planean invertir casi un 10% más que en 2010.

En lo que respecta a los flujos comerciales, las importaciones de países no pertenecientes a la zona del euro siguieron creciendo de forma vigorosa en febrero. Mientras que las exportaciones mostraron señales claras de mejora. En los dos primeros meses de 2011, el valor tanto de las importaciones como de las exportaciones de bienes se incrementó a un ritmo más rápido, en promedio, que en el cuarto trimestre de 2010. Según los datos de balanza de pagos disponibles hasta febrero, las importaciones y exportaciones de bienes y servicios crecieron con mayor rapidez en términos intertrimestrales (véase también el recuadro 7 para más información sobre el comercio de servicios de la zona del euro). Los últimos datos publicados y las encuestas recientes sugieren que el comercio de la zona del euro siguió aumentando a comienzos del segundo trimestre de 2011. Si la actividad a escala mundial y la demanda exterior de exportaciones de la zona del euro mantienen su intensidad, es probable que en el futuro próximo se produzca una nueva expansión de las exportaciones de la zona del euro. El índice PMI de nuevos pedidos exteriores del sector manufacturero de la zona del euro se mantuvo muy por encima del umbral de expansión de 50 en el primer trimestre de 2011. Este umbral aumentó ligeramente, hasta situarse en 57,7 en abril, lo que indica un crecimiento constante de las exportaciones de la zona del euro en el segundo trimestre.

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.
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.

Recuadro 7

COMERCIO DE SERVICIOS DE LA ZONA DEL EURO: PATRONES DE ESPECIALIZACIÓN Y TENDENCIAS RECIENTES

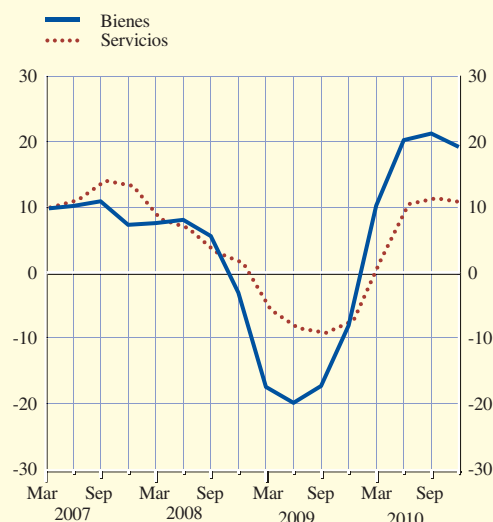
A continuación se describen las principales tendencias del comercio transfronterizo de servicios de la zona del euro, en lo que se refiere tanto a su importancia económica como a los patrones de especialización. La zona del euro es el mayor exportador de servicios a escala mundial y representa casi una cuarta parte de las exportaciones mundiales totales de servicios. El comercio de servicios tiende a desempeñar un papel más destacado en los pequeños países de la zona del euro que registran abultados déficits en el comercio de bienes. Durante la última recesión económica, el comercio de servicios mostró una mayor capacidad de resistencia que el comercio de bienes. No obstante, los efectos de la recesión fueron muy heterogéneos en la forma en que afectaron a los distintos subsectores del sector servicios.

Comercio de servicios con países no pertenecientes a la zona del euro

Los servicios representan el grueso de la actividad económica en todas las economías avanzadas. En 2010, su participación en el PIB y el empleo de la zona del euro era del 66% y del 73%, respectivamente¹. Debido, en particular, al hecho de que muchos servicios no son comercializables, la importancia de este sector en la economía nacional no se refleja en el comercio internacional. En 2010, los servicios representaron solo el 25% de las exportaciones totales a países no pertenecientes a la zona y el 24% de las importaciones totales provenientes de fuera de la zona, con un saldo comercial positivo equivalente al 0,4% del PIB. En comparación con la demanda de bienes manufacturados, en particular de los de consumo duradero, la demanda de una serie de servicios comercializados parece ser menos cíclica; el comercio y la producción de servicios parece ser menos dependiente de la financiación externa, como lo sugiere su evolución durante el reciente episodio de recesión (véase gráfico A). En el segundo trimestre de 2009, el comercio total de bienes se contrajo un 20% en comparación con el nivel registrado en el segundo trimestre de 2008, mientras que el comercio total de servicios se redujo un 8,7% durante el mismo período. La evolución a comienzos de 2010, cuando la recuperación del

Gráfico A Comercio de bienes y servicios con países no pertenecientes a la zona del euro

(tasas de crecimiento interanual)



Fuentes: Datos y cálculos del BCE.

Cuadro A Distribución geográfica del comercio de servicios con países no pertenecientes a la zona del euro en 2010.

(porcentajes)

Socio comercial	Exportaciones	Importaciones
Reino Unido	20,3	16,5
Estados Unidos	14,7	19,2
Otros países de la UE	10,4	10,1
Suiza	10,1	8,5
China	3,0	2,4
Japón	2,4	1,9
Otros países	39,1	33,5

Fuente: BCE.

1 Salvo indicación en contrario, todos los datos se refieren a la composición de la zona del euro de 16 países.

comercio de bienes fue mucho más acusada que en el caso de los servicios, podría ser indicativa de una corrección de la situación registrada en 2009.

En términos nominales, la zona del euro es el primer exportador mundial de servicios. En 2009, las exportaciones a países no pertenecientes a la zona del euro representaron el 23% del comercio mundial de servicios. Estados Unidos fue el segundo mayor exportador (16%), seguido del Reino Unido (8,1%), Japón (4,4%), China (4,4%) e India (3,1%). Las cifras correspondientes a la última década indican que la cuota de exportación de la zona del euro aumentó desde el 20% en 2000 hasta el 23% en 2004 y se estabilizó a partir de entonces. Por el contrario, Estados Unidos experimentó un notable descenso en su cuota de mercado que podría deberse, en parte, a efectos de valoración derivados del debilitamiento del dólar estadounidense, así como al papel cada vez más destacado de economías emergentes como China e India. El tamaño del mercado y los lazos culturales y lingüísticos son los principales factores determinantes de la dirección del comercio de servicios. Los principales socios comerciales de la zona del euro son Reino Unido y Estados Unidos (véase cuadro A). Ambos mercados han perdido importancia en los últimos años en beneficio de otros países europeos y de las economías emergentes.

La especialización de las exportaciones de la zona del euro se encuentra muy equilibrada entre el sector servicios y el sector manufacturero (véase gráfico B)², lo que contrasta de forma acusada con los patrones

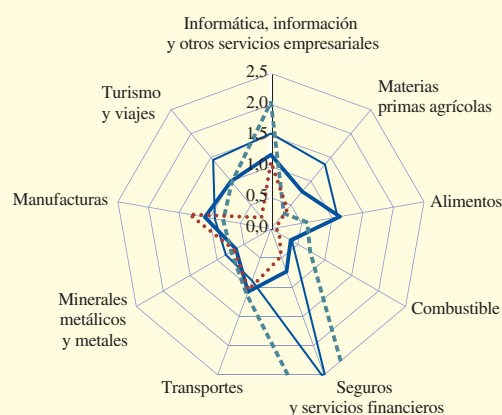
2 El gráfico B se basa en el índice de Balassa, que es una medida de la ventaja comparativa revelada. Para el país c y el sector i, el índice se calcula como $\frac{x_{ci}/X_c}{X_i/X}$, en donde el numerador representa la participación del sector i en las exportaciones totales del país c, y el denominador representa la participación del sector en las exportaciones totales. Un valor mayor que 1 indica que el país se especializa en las exportaciones en un sector dado, ya que ello implica que la participación del sector en las exportaciones del país es mayor que la participación de ese mismo sector en las exportaciones mundiales. Por el contrario, si el valor del índice es menor que 1, ello indica que el país carece de especialización en el sector en cuestión.

Gráfico B Especialización por sectores de las exportaciones de bienes y servicios en 2007-2009

(Índice de Balassa de ventaja comparativa revelada; en relación con el resto del mundo)

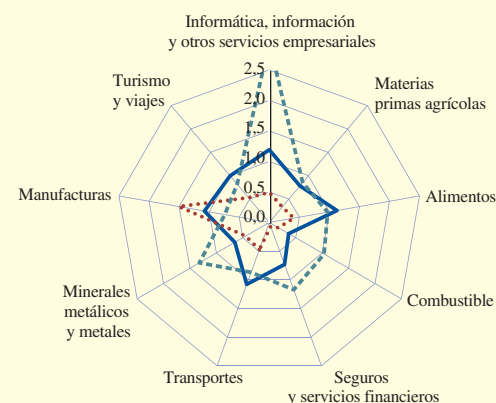
Zona del euro y otras economías desarrolladas

— Zona del euro
 Japón
 - - - - Reino Unido
 — Estados Unidos



Zona del euro y economías emergentes

— Zona del euro
 China
 - - - - India



Fuentes: Eurostat, base de datos de Indicadores del desarrollo mundial y cálculos del BCE.

Notas: Los datos son medias del período 2007-2009. Los valores del índice de Balassa de Reino Unido y Estados Unidos, correspondientes a seguros y servicios financieros son 6,7 y 2,6, respectivamente. En el caso de India, el valor del índice para informática, información y otros servicios empresariales es de 2,9.

de especialización de los principales socios comerciales de la zona. Por ejemplo, tanto el Reino Unido como Estados Unidos parecen especializarse en los seguros y los servicios financieros, mientras que India se especializa en servicios informáticos, de información y otros servicios empresariales; China, por su parte, presenta una especialización de los mercados en el sector manufacturero³. Examinando con más detalle la balanza comercial del sector servicios, se observa que el superávit de la zona del euro tiene su origen, principalmente, en los servicios informáticos, de información y otros servicios empresariales, los servicios financieros y los servicios de transporte. En cambio, la zona del euro es un importador neto de regalías y rentas de la propiedad intelectual, así como de servicios personales, culturales y recreativos. Durante el período 2004-2009, solo se redujeron las importaciones de servicios de seguro. Por el contrario, durante el mismo período, las exportaciones de servicios de turismo, personales y culturales experimentaron una ligera contracción. Estos descensos tuvieron su origen, en parte, en los efectos de la crisis; durante el período 2008-2009, las importaciones y las exportaciones de servicios de turismo, transporte y financieros registraron las contracciones más acusadas.

Comercio de servicios de los países de la zona del euro

Comparando los distintos países de la zona del euro, se observa que los patrones de especialización dentro del sector servicios son muy heterogéneos. Algunos de ellos presentan una clara especialización en uno o varios sectores: Chipre y Luxemburgo se especializan en los servicios financieros, Finlandia en servicios informáticos y de información, Grecia en los servicios de transporte, e Irlanda en los seguros, la informática y la información. Otros países presentan unos patrones más equilibrados en cuanto al comercio de servicios, con un ligero predominio en un subsector: el turismo en el caso de Austria, Francia, Italia, Portugal, Eslovenia y España, las comunicaciones en Bélgica y los Países Bajos, la construcción en Alemania y los servicios personales y culturales en Eslovaquia.

3 Otros servicios empresariales incluye la comercialización y los servicios relacionados con el comercio, los servicios operativos de arrendamiento financiero y servicios empresariales, profesionales y técnicos diversos, por ejemplo, los servicios jurídicos, contables, de investigación y desarrollo y los servicios de publicidad.

Cuadro B Comercio de bienes y servicios de la zona del euro en 2009

(porcentajes del PIB)

	Bienes			Servicios		
	Exportaciones	Importaciones	Neto	Exportaciones	Importaciones	Neto
Bélgica	78,9	74,8	4,1	16,9	15,7	1,2
Alemania	33,4	27,8	5,6	6,8	7,6	-0,8
Irlanda	50,7	27,3	23,4	42,6	45,4	-2,8
Grecia	6,0	18,0	-12,0	11,4	5,9	5,5
España	14,9	19,9	-4,9	8,4	5,9	2,4
Francia	17,9	20,8	-2,9	5,4	4,8	0,6
Italia	19,2	19,4	-0,2	4,8	5,5	-0,7
Chipre ¹⁾	6,6	42,7	-36,2	47,3	19,5	27,8
Luxemburgo	39,8	46,3	-6,5	115,9	68,7	47,2
Malta ²⁾	43,7	67,4	-23,6	41,2	27,4	13,8
Países Bajos	63,0	56,3	6,7	11,5	10,7	0,8
Austria	35,6	37,4	-1,8	13,7	9,6	4,0
Portugal	18,9	30,4	-11,4	9,9	6,2	3,7
Eslovenia	54,1	54,2	-0,2	12,4	9,3	3,2
Finlandia	26,3	25,2	1,1	10,8	9,9	0,9
Zona del euro ³⁾	28,6	27,9	0,6	9,0	8,2	0,8

Fuentes: Base de datos de Indicadores del desarrollo mundial y cálculos del BCE.

1) Los últimos datos disponibles corresponden a 2008.

2) Los últimos datos disponibles corresponden a 2007.

3) Los datos de la zona del euro se han calculado sobre la base de las importaciones y las exportaciones totales de la zona del euro (la suma del comercio intrazona y con países no pertenecientes a la zona de los países que figuran en el cuadro).

El comercio de servicios desempeña un papel más destacado en las pequeñas economías como Chipre, Luxemburgo y Malta, debido, posiblemente, a la tendencia de estas economías a especializarse en los servicios financieros o el turismo (véase cuadro B). En cuanto al saldo neto, los grandes superávits en el comercio de servicios tienden a contrarrestar abultados déficits en la balanza de bienes, como ocurre en el caso de Grecia, Chipre, Luxemburgo, Malta y Portugal.

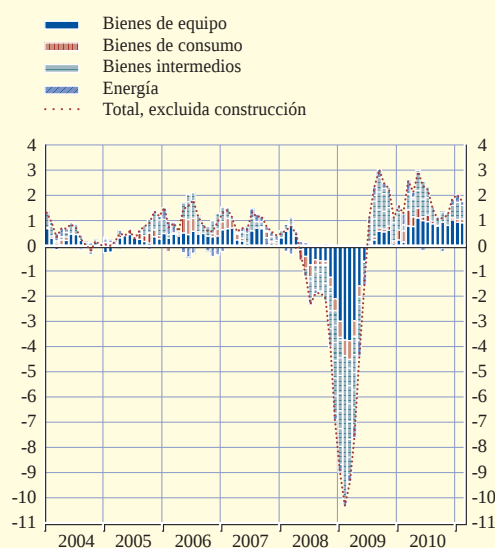
La importancia de los servicios en la economía nacional solo se refleja parcialmente en el comercio internacional. No obstante, en la última década, la importancia relativa del comercio de servicios con respecto al comercio total ha aumentado en el conjunto de la zona del euro y en cada uno de los países que la integran, salvo en los Países Bajos. Ello se refleja, asimismo, en el creciente peso del comercio de servicios en el PIB. La contribución de este componente al PIB es especialmente importante en las pequeñas economías que registran abultados déficits en el comercio de bienes, lo que subraya la importancia de tener en cuenta el papel del comercio de servicios a la hora de evaluar la competitividad internacional.

4.2 PRODUCTO, OFERTA Y MERCADO DE TRABAJO

El valor añadido real se incrementó un 0,3%, en tasa intertrimestral, en el tercer y cuarto trimestre de 2010. El valor añadido real de la industria (excluida la construcción) creció 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.

Gráfico 29 Crecimiento de la producción industrial y contribuciones

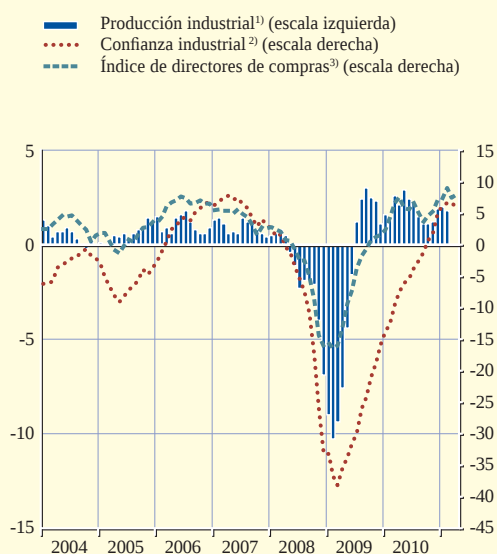
(tasa de crecimiento y contribuciones en puntos porcentuales; datos mensuales desestacionalizados)



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.

1) Tasas de variación intertrimestral.

2) Saldos netos.

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

Por lo que se refiere a la evolución en el primer trimestre de 2011, la producción industrial (excluida la construcción) aumentó un 0,5% en febrero, tras un ascenso del 0,2% en enero (véase gráfico 29). El nivel medio durante los dos primeros meses del primer trimestre fue un 1,1% por encima del nivel medio registrado en el cuarto trimestre de 2010. Los nuevos pedidos industriales (excluido el material de transporte pesado) registraron un incremento del 0,8%, en tasa intermensual, en febrero, tras una subida del 2,6% en enero, hasta situarse un 5% por encima del nivel alcanzado en el cuarto trimestre de 2010. La información más reciente procedente de las encuestas también sugiere una evolución favorable de la actividad en el primer trimestre de 2011 y a comienzos del segundo trimestre. El índice de producción PMI del sector manufacturero y el índice PMI de actividad comercial en los servicios mejoraron en el primer trimestre de 2011, manteniéndose en niveles muy superiores al umbral de expansión de 50. Los resultados de las encuestas a los directores de compras siguieron siendo sólidos en abril, lo que constituye una buena señal para la evolución de la actividad en el segundo trimestre de 2011. Otras encuestas de opinión, como las de la Comisión Europea, están muy en consonancia con la evolución de las encuestas a los directores de compra (véase gráfico 30).

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. A nivel sectorial, el empleo en los servicios y en la agricultura se incrementó en el cuarto trimestre de 2010, mientras que el empleo en la industria, incluida la construcción, se redujo (véanse cuadro 7 y gráfico 31). En el cuarto trimestre, el crecimiento de las horas trabajadas fue más moderado que el crecimiento del empleo.

El crecimiento del producto en la zona y la evolución, retardada respecto al ciclo, del mercado 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 considerablemente en la industria, excluida la construcción, y creció de forma más gradual en los servicios.

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

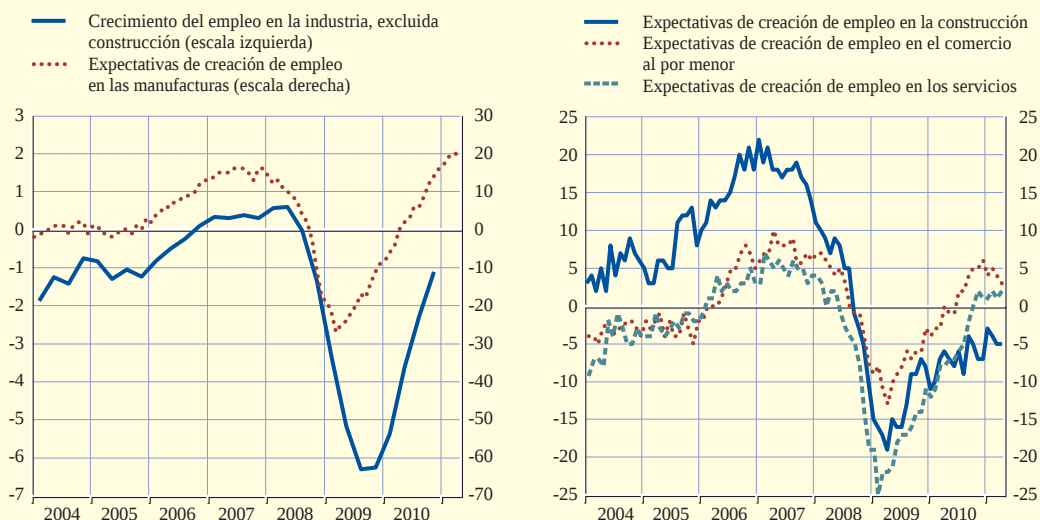
Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Nota: Los datos se refieren al Euro-17.

1) Incluye también educación, salud y otros servicios.

Gráfico 31 Crecimiento del empleo y expectativas de creación de empleo

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

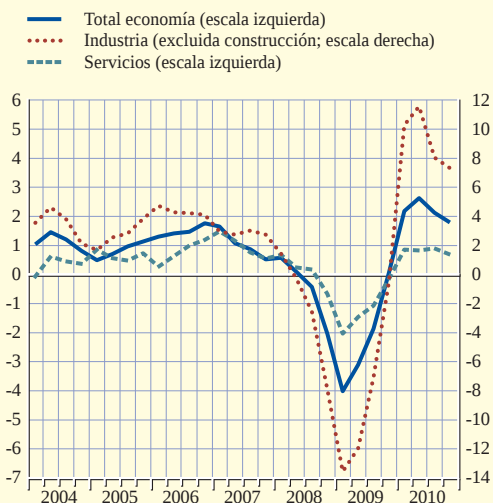


Fuentes: Eurostat y encuestas de opinión de la Comisión Europea.
 Notas: Los datos se refieren al Euro-17. Los saldos netos están ajustados a la media.

Los datos más recientes sobre el mercado de trabajo muestran que la tasa de paro se situó en el 9,9% en marzo, sin cambios con respecto al mes anterior, pese al pequeño descenso observado en el número de parados en comparación con febrero (véase gráfico 33). Los indicadores de opinión apuntan a un crecimiento positivo y continuado del empleo en el primer trimestre de 2011 y a comienzos del segundo tanto en la industria como en los servicios.

Gráfico 32 Productividad del trabajo

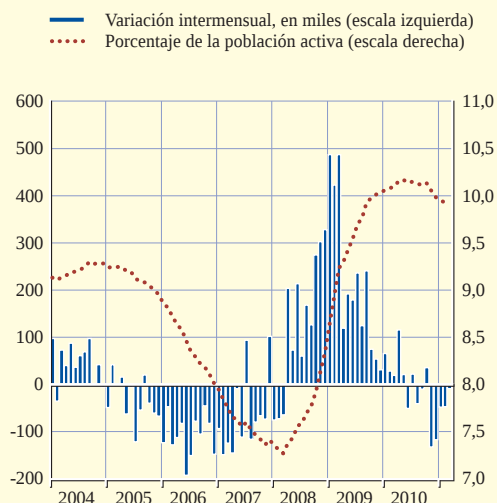
(tasas de variación interanual)



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

Gráfico 33 Desempleo

(datos mensuales desestacionalizados)



Fuente: Eurostat.

4.3 PERSPECTIVAS DE LA ACTIVIDAD ECONÓMICA

De cara al futuro, la recuperación en curso de la economía mundial debería sostener las exportaciones de la zona del euro. Al mismo tiempo, teniendo en cuenta el elevado nivel 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 siga moderando, en cierta medida, la actividad. En el recuadro 5 de la sección 3, titulado «Resultados de la encuesta del BCE a expertos en previsión económica correspondientes al segundo trimestre de 2011», se muestra que las expectativas sobre el crecimiento del PIB real se han revisado ligeramente al alza para 2011, y se han mantenido sin cambios para 2011.

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 ellos las exportaciones de la zona del euro. Además, la sólida 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 en el Norte de África y en Oriente Medio, y 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.