

EVOLUCIÓN ECONÓMICA Y MONETARIA

I ENTORNO EXTERIOR DE LA ZONA DEL EURO

La actividad económica ha continuado su expansión a un ritmo sólido, siguiendo una trayectoria más autosostenida, en un contexto de mejora de la situación financiera mundial. No obstante, el fuerte dinamismo del crecimiento económico mundial se ha moderado ligeramente en los últimos meses. Al mismo tiempo, persisten las diferencias regionales con respecto a las posiciones cíclicas. El comercio mundial siguió registrando un crecimiento sustancial en los primeros meses del año. Las presiones inflacionistas han seguido siendo intensas, debido principalmente al incremento de los precios de las materias primas. Las economías emergentes sufren presiones inflacionistas más pronunciadas que las economías avanzadas, habida cuenta de las crecientes restricciones de la capacidad productiva y del mayor peso de las materias primas en sus respectivas cestas de consumo.

I.1 EVOLUCIÓN DE LA ECONOMÍA MUNDIAL

La actividad económica mundial ha continuado su expansión a un ritmo sólido, siguiendo una trayectoria más autosostenida, en un contexto de mejora de la situación financiera mundial. No obstante, según los indicadores más recientes basados en las encuestas, el dinamismo del crecimiento económico mundial se ha moderado recientemente en comparación con las altas tasas registradas a comienzos de este año. Al mismo tiempo, persisten las diferencias regionales con respecto a las posiciones cíclicas. En las economías avanzadas, el impacto de los desastres naturales, la necesidad de una consolidación fiscal más firme y el saneamiento continuado de los balances privados han contribuido a amortiguar el crecimiento económico. En Estados Unidos, la velocidad de la recuperación económica ha seguido siendo más bien moderada, dada la gravedad de la recesión resultante de la crisis financiera mundial, pero el crecimiento está siendo respaldado cada vez más por la demanda interna privada. En Japón, el impacto del gran terremoto que afectó a la región oriental del país dio lugar a una fuerte contracción de la actividad económica en el corto plazo, pero las repercusiones globales deberían ser más bien limitadas, siempre y cuando las distorsiones de las principales cadenas de producción mundiales sigan estando contenidas. En el Reino Unido, el crecimiento económico se vio limitado por las desfavorables condiciones meteorológicas imperantes a comienzos del año y ha seguido siendo débil en un contexto de restricciones presupuestarias. En las economías emergentes, por el contrario, la actividad ha seguido siendo vigorosa. Persisten las presiones de recalentamiento —especialmente en Asia— a pesar de los esfuerzos por frenar el crecimiento adoptando políticas monetarias y fiscales más restrictivas. En América Latina, los elevados precios de las materias primas han seguido respaldando la actividad económica.

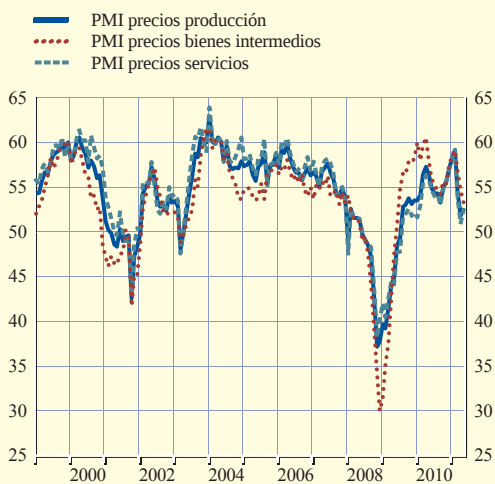
Los datos más recientes procedentes de las encuestas apuntan a una desaceleración del dinamismo de la actividad económica mundial. El índice PMI global de producción de manufacturas y servicios se recuperó ligeramente en mayo, tras la acusada caída registrada en el mes anterior. Con un nivel de 52,6, se ha mantenido por encima del umbral de 50 que separa la expansión de la contracción, pero muy por debajo del máximo de 59,1 registrado en febrero de este año. Si bien el índice sugiere que el dinamismo del sector manufacturero mundial se redujo aún más en mayo, también señala un ligero repunte de la actividad en el sector servicios, tras la pronunciada desaceleración observada en el mes anterior (véase gráfico 1). El debilitamiento de la expansión económica mundial en los últimos meses que señala la caída del índice PMI refleja, principalmente, las acusadas contracciones del producto en Japón, así como el enfriamiento de la dinámica en Estados Unidos. El índice global de nuevos pedidos se situó en 53 en mayo, frente a los niveles de más de 58 registrados en los dos primeros meses del año, lo que sugiere que también se ha moderado el crecimiento en las nuevas actividades.

El comercio mundial siguió creciendo a un ritmo más bien sostenido en los primeros meses del año. En tasa intertrimestral, el comercio mundial creció un 3,6%, en términos reales, en marzo de 2011, lo que significa que se mantuvo el fuerte dinamismo. El incremento más reciente refleja, en gran medida, el sólido crecimiento exterior registrado en Estados Unidos, Asia y Europa Central y Oriental, que compensó con creces el desplome del comercio en Japón tras el desastre natural y la caída de las exportaciones en África y Oriente Medio. Los indicadores basados en las encuestas sugieren cierta pérdida de impulso en la dinámica del comercio mundial, pero en menor medida que la registrada por la actividad económica. En mayo, el índice PMI global de nuevos pedidos de exportación se situaba en 52,4, frente a una media de 55,6 en el primer trimestre del año.

La inflación general siguió aumentando a escala mundial en un contexto de presiones latentes, asociadas principalmente al aumento de los precios de las materias primas. Aunque los indicadores más recientes basados en las encuestas sugieren cierta moderación de las presiones inflacionistas mundiales, en consonancia con la reciente corrección de los precios de las materias primas y el menor crecimiento de la actividad en mayo, el índice PMI global de precios de los bienes intermedios se mantenía en 63,2, nivel todavía muy superior a la media de largo plazo de este indicador, aunque todavía por debajo de los 66,3 puntos registrados en el primer trimestre de este año. En las economías avanzadas, las tasas de inflación aumentaron de forma sostenida en el segundo semestre de 2010 y han seguido haciéndolo en 2011, como consecuencia fundamentalmente de los elevados precios del petróleo y de las materias primas distintas del petróleo. En los países de la OCDE, los precios de consumo aumentaron a una tasa interanual del 2,9% en abril de 2011, frente al 2,7% registrado en marzo, la tasa de inflación más alta observada desde octubre de 2008 (véase gráfico 2). Al mismo tiempo, la inflación, excluidos la energía y los alimentos, aumentó hasta el 1,6%. En las economías avanzadas, el incremento más contenido de la inflación, excluidos la energía y los alimentos, ha estado asociado a un persistente exceso de capacidad productiva sin utilizar y al moderado crecimiento de las remuneraciones en la mayoría de los países. Por el contrario, en las economías emergentes que registran un crecimiento más rápido, las presiones inflacionistas han sido más pronunciadas. En marzo, la inflación interanual medida por los precios de

Gráfico 1 PMI: sector manufacturero mundial

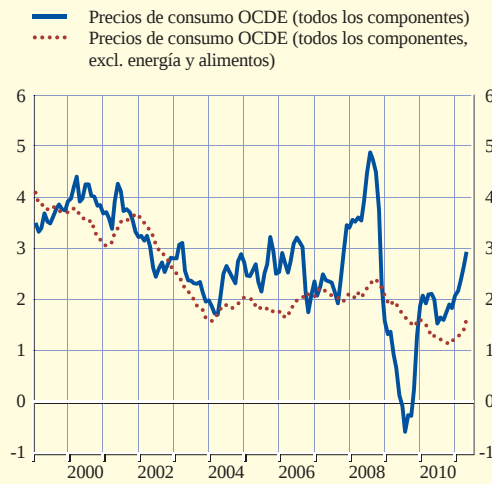
(índice de difusión; datos mensuales desestacionalizados)



Fuente: Markit.

Gráfico 2 Evolución internacional de los precios

(datos mensuales; tasas de variación interanual)



Fuente: OCDE.

consumo aumentó, en promedio, hasta el 6,5%, aproximadamente, en un contexto de crecientes restricciones de la capacidad productiva y debido al mayor peso de las materias primas en sus respectivas cestas de consumo.

ESTADOS UNIDOS

En Estados Unidos, la economía continúa su recuperación, aunque a un ritmo más lento que en el cuarto trimestre de 2010. La segunda estimación de la Oficina de Análisis Económico confirmó que el PIB real creció un 1,8%, en tasa anualizada, en el primer trimestre de 2011, como se informa en la estimación de avance, lo que supone una desaceleración con respecto al 3,1% registrado en el último trimestre de 2010. No obstante, se ha revisado la composición de esta cifra. La desaceleración con respecto al trimestre anterior refleja un crecimiento mucho más moderado del gasto en consumo personal, mientras que el descenso de la inversión en estructuras fue algo menos acusado. También se confirmó la abrupta caída del gasto público. Además, se han revisado sustancialmente al alza tanto las importaciones como las exportaciones, aunque persiste la contribución negativa de la demanda exterior neta. El crecimiento del PIB real siguió estando respaldado por una contribución positiva incluso más significativa de la acumulación de existencias.

Por lo que respecta a la evolución de los precios, la inflación interanual medida por el IPC se elevó hasta el 3,2% en abril, desde el 2,7% de marzo. Este incremento refleja, principalmente, un nuevo aumento del índice energético hasta el 19%, un nivel no observado desde principios de 2010, y también, en menor medida, de los precios de los alimentos (hasta el 3,2%). Excluidos la energía y los alimentos, la inflación interanual medida por el IPC siguió aumentando a un ritmo relativamente moderado, situándose en el 1,3% en abril, frente al 1,2% de marzo. La evolución de los precios de la vivienda continuó reduciendo la inflación general, ya que, excluido este componente, la inflación medida por el IPC ascendió al 4,2% en abril.

De cara al futuro, se espera que la reciente desaceleración del crecimiento del PIB real sea transitoria y que continúe la recuperación, aunque a un ritmo menos sólido que en otros episodios de recuperación. A corto plazo, las moderadas mejoras del mercado de trabajo y las políticas monetarias y fiscales acomodaticias, junto con las condiciones de financiación cada vez más favorables, probablemente seguirán respaldando la recuperación. Por otra parte, la evolución de la actividad y de los precios en el mercado de la vivienda seguirá siendo débil durante algún tiempo y, por lo tanto, se prevé que será un lastre para la recuperación. Posteriormente, la disminución del apoyo de algunas medidas fiscales transitorias podría traducirse en una ligera moderación del ritmo de expansión económica. Además, los debates en curso sobre el aumento del límite máximo de la deuda, aprobado recientemente, podrían elevar la incertidumbre o dar lugar a recortes adicionales del gasto público, lo que reduciría aún más el impulso positivo de la vertiente fiscal. De forma más general, las perspectivas fiscales siguen siendo una causa de preocupación a medio plazo. Por lo que respecta a la evolución de los precios, la presión al alza de los precios de la energía y los alimentos sobre la inflación general medida por el IPC podría comenzar a remitir, mientras que el pequeño pero sostenido aumento de la inflación subyacente sugiere que la transmisión de los costes continuará presionando al alza sobre los precios a medida que se afiance la recuperación económica (véase también recuadro 1).

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. Además, el Comité decidió seguir aumentando sus tenencias de valores conforme a lo anunciado en noviembre de 2010. Como se mencionó en la conferencia de prensa inaugural que siguió a la reunión, el Comité sigue previendo 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.

Recuadro I

LA INFLACIÓN EN LA ZONA DEL EURO Y ESTADOS UNIDOS: UNA EVALUACIÓN BASADA EN LA CURVA DE PHILLIPS

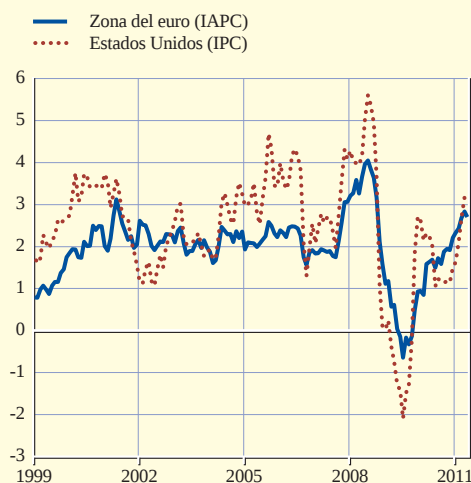
En los últimos años, la inflación tanto en la zona del euro como en Estados Unidos ha estado determinada en gran medida por la evolución de los precios mundiales de las materias primas. Al mismo tiempo, la inflación ha evolucionado de forma diferenciada porque, en última instancia, el impacto de los precios de las materias primas varía de unas economías a otras y porque existen diferentes grados de intensidad en las presiones de los precios internos debido a la situación económica. En este contexto, se presenta, a continuación, un modelo simple de curva de Phillips para explicar los distintos papeles que desempeñan algunos de los principales factores determinantes de la evolución reciente de la inflación, incluidos las expectativas de inflación, la atonía económica y los precios de las materias primas.

Evolución reciente de la inflación y sus principales componentes

La inflación general en la zona del euro y Estados Unidos ha seguido unas tendencias similares en los últimos años: de las elevadas tasas observadas a mediados de 2008 (4% en la zona del euro y más del 5,5% en Estados Unidos) se pasó a registrar tasas negativas a mediados de 2009 (-0,6% en la zona del euro y alrededor del -2% en Estados Unidos). Desde entonces, la inflación ha cobrado impulso tanto en la zona del euro como en Estados Unidos, con tasas que se situaban en torno al 3% en la primavera de 2011 (véase gráfico A). Los precios de la energía y los alimentos desempeñaron un papel significativo en esta aceleración de la inflación general, reflejando la escalada de los precios mundiales de las materias primas. De hecho, algo más del 90% del incremento de la inflación en ambas economías desde el mínimo de junio de 2009 se debió a los componentes de energía y alimen-

Gráfico A Inflación general medida por los precios de consumo

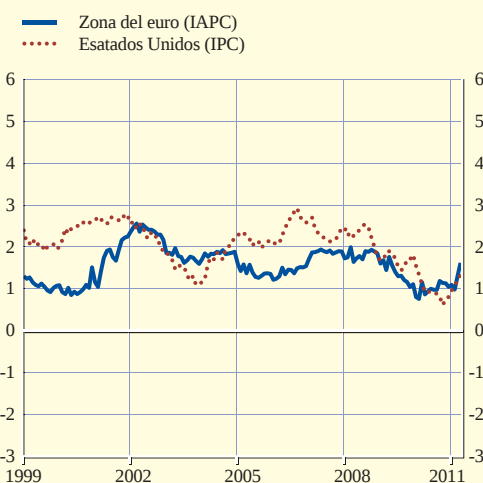
(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat y US Bureau of Labor Statistics.
Nota: La observación más reciente corresponde a abril de 2011 para Estados Unidos y a mayo de 2011 para la zona del euro.

Gráfico B Inflación medida por los precios de consumo excluidos energía y alimentos

(tasas de variación interanual)



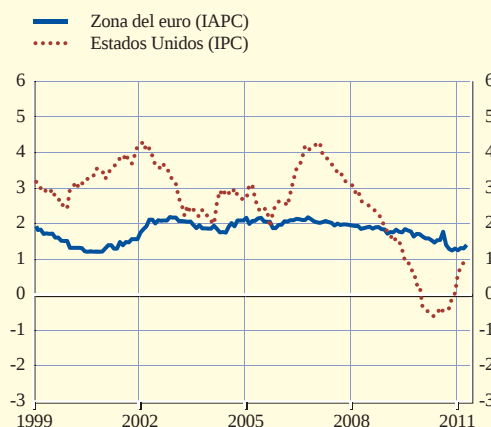
Fuentes: Eurostat y US Bureau of Labor Statistics.
Nota: La observación más reciente corresponde a abril de 2011.

tos, y, de esta cifra, el grueso (80%) tuvo su origen en la energía. Excluidos la energía y los alimentos, la inflación también ha aumentado en las dos economías en los últimos meses hasta alrededor del 1,5% (véase gráfico B).

Durante 2008 y 2009, los descensos de las tasas de inflación, excluidos la energía y los alimentos, fueron considerablemente mayores en Estados Unidos que en la zona del euro. Los alquileres de la vivienda contribuyeron notablemente a esta diferencia (véase gráfico C). En Estados Unidos, el componente de alquileres se ha reducido de forma pronunciada como resultado de la debilidad del mercado de la vivienda desde 2007 y solo ha registrado un aumento en los últimos meses. En comparación, la tasa de crecimiento de los alquileres en la zona del euro experimentó una caída mucho más moderada y gradual en el mismo período. El mayor impacto de la evolución de los alquileres de la vivienda en la inflación de Estados Unidos se refuerza por la significativa ponderación que tienen en el índice de precios de consumo (IPC) estadounidense. Además de los alquileres propiamente dichos, el componente de alquileres del IPC de Estados Unidos incluye también la vivienda en propiedad (estimada en función del alquiler teórico equivalente). La ponderación agregada de estos componentes es del 31% en el IPC de Estados Unidos. En cambio, el IAPC de la zona del euro solo incluye los alquileres propiamente dichos con una ponderación del 6%.

Gráfico C Inflación medida por los precios de consumo; alquileres de vivienda

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat y US Bureau of Labor Statistics.
Nota: La observación más reciente corresponde a abril de 2011.

Evaluación basada en la curva de Phillips

Un instrumento simple pero ampliamente utilizado para evaluar la importancia relativa de los diferentes factores determinantes del proceso inflacionista general es la curva de Phillips¹. A los efectos de este recuadro, la evolución de la inflación general se modeliza para el período transcurrido desde 1991, utilizando una sencilla especificación de forma reducida que incluye varios factores explicativos: i) medidas de las expectativas de inflación de cinco años, procedentes de encuestas, para captar la media de la inflación; ii) términos de inflación pasada para recoger la persistencia del proceso de inflación; iii) la brecha de producción como medida de la atonía económica², y iv) la evolución de los precios del petróleo como medida de los factores de influencia por el lado de la oferta. Las estimaciones son básicamente ilustrativas y la evolución de la inflación basada en las mismas no puede sustituir a un análisis exhaustivo de toda la gama de factores que afectan a la inflación en las dos economías. De hecho, factores específicos como los que influyen con frecuencia en los alquileres de la vivienda no se modelizan en este marco y entrarían a formar parte, implícitamente, del residuo de la ecuación.

1 Véase el recuadro titulado «Relación entre la actividad económica y la inflación en la zona del euro», *Boletín Mensual*, BCE, septiembre de 2009.

2 Véase un análisis de las diversas medidas de la atonía económica en el recuadro titulado «Contrastación de las estimaciones de la brecha de producción de la zona del euro con otros indicadores cíclicos», en la presente edición del *Boletín Mensual*.

En los gráficos D y E se presenta una desagregación del impacto de los distintos factores en la zona del euro y Estados Unidos en los últimos años. Dicho impacto refleja una combinación del tamaño del coeficiente de cada factor en la relación estimada y la magnitud de la variación del propio factor. La desagregación confirma el fuerte impacto de la evolución de los precios de la energía en la inflación general en ambas economías, que es algo mayor en Estados Unidos. Ello podría deberse, en parte, a la mayor intensidad en energía de la economía estadounidense y al nivel más bajo de los impuestos indirectos sobre el combustible³. Los resultados sugieren también un impacto algo más fuerte de la brecha de producción sobre la inflación⁴. De lo que se deduce, en primer lugar, que las estimaciones de la brecha de producción después de la crisis son mayores en Estados Unidos que en la zona del euro y, en segundo lugar, que el coeficiente sobre la brecha de producción también es mayor en Estados Unidos que en la zona del euro, lo que significa que la inflación parece reaccionar con más fuerza y rapidez ante las variaciones de la capacidad productiva sin utilizar en Estados Unidos. Por último, la desagregación muestra, además, el importante papel desempeñado por las expectativas de inflación para anclar las tasas en un nivel próximo al 2% en ambas economías. No obstante, los coeficientes estimados en la ecuación también sugieren algunas diferencias en el impacto de las expectativas de inflación y en los períodos de inflación anteriores en las dos economías⁵. El coeficiente sobre las expectativas de inflación es mayor en Estados Unidos que en la zona del euro, mientras que el coeficiente sobre la inflación retardada es más elevado en la zona del euro. Así pues, cabría pensar que la persistencia de la inflación es mayor en la zona del euro que en Estados Unidos⁶.

El análisis de los residuos de este modelo sencillo de curva de Phillips también sugiere que, si bien la inflación en la zona del euro coincide, en general, con las estimaciones de la curva en 2010 y principios de 2011, fue ligeramente inferior de lo que cabría esperar en Estados Unidos. El residuo negativo en el caso de Estados Unidos podría deberse, en parte, como se discutió anteriormente, al impacto a la baja de la evolución de los alquileres de la vivienda.

En conjunto, el análisis del modelo de la curva de Phillips arroja cierta luz sobre la cuestión de por qué las tasas de inflación en Estados Unidos y la zona del euro reaccionan de forma diferente ante perturbaciones similares. Si bien los resultados numéricos exactos como los que muestran los gráficos D y E son específicos del modelo, una conclusión general que puede extraerse de esta clase de ejercicios es que la inflación reacciona en Estados Unidos con más contundencia que en la zona del euro a los movimientos de los precios del petróleo y la brecha de producción. Al mismo tiempo, los ejercicios confirman la mayor persistencia de la inflación en la zona del euro y subrayan la importancia de que la política monetaria ancle las expectativas de inflación de forma compatible con la estabilidad de precios a medio plazo.

3 Véase, por ejemplo, R. Barrell, S. Kirby e I. Liadze, «The Oil Intensity of Output», *National Institute Economic Review*, n.º 205, National Institute of Economic and Social Research, julio de 2008.

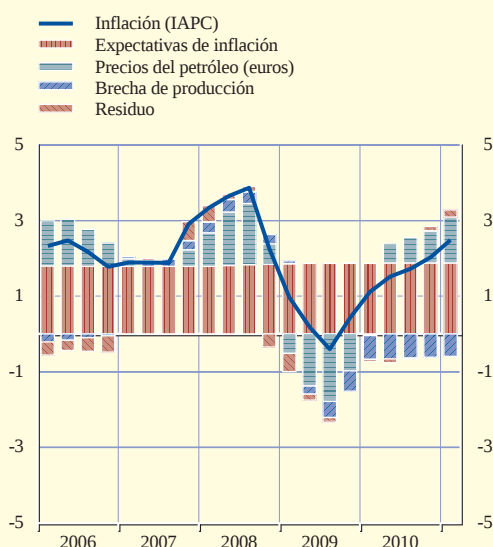
4 Aunque los resultados estimados sugieren algunas diferencias en el impacto a corto plazo de la brecha de producción sobre la inflación en las dos economías, la inflación pasada desempeña un papel más importante en la zona del euro en esta especificación, de modo que los efectos de una perturbación en dicha brecha son de mayor duración en este caso. Teniendo en cuenta esta diferencia en la persistencia de la inflación en las dos regiones económicas, el efecto acumulativo sobre la inflación en varios períodos es bastante similar en las dos economías.

5 Aunque las ecuaciones se estimaron incluyendo la inflación pasada (o retardada) y las expectativas de inflación, a efectos de presentación en estos gráficos se ha eliminado el impacto de la inflación pasada calculando las contribuciones de los otros componentes de forma recursiva (es decir, tomando debidamente en consideración el hecho de que la inflación pasada reflejaba movimientos anteriores de la brecha de producción, los precios de las materias primas y las expectativas de inflación).

6 Véanse, por ejemplo, I. Angeloni, L. Aucremanne, M. Ehrmann, J. Gali, A. Levin y F. Smets, «Inflation persistence in the euro area: preliminary summary of findings», informe presentado en la conferencia sobre persistencia de la inflación en la zona del euro («Inflation Persistence in the Euro Area») auspiciada por el BCE en diciembre de 2004, y B. Barkbu, V. Cassino, A. Gosselin-Lotz y L. Piscitelli, «The New Keynesian Phillips Curve in the United States and the euro area: aggregation bias, stability and robustness», *Working Paper Series*, n.º 285, Bank of England, diciembre de 2005.

Gráfico D Inflación en la zona del euro

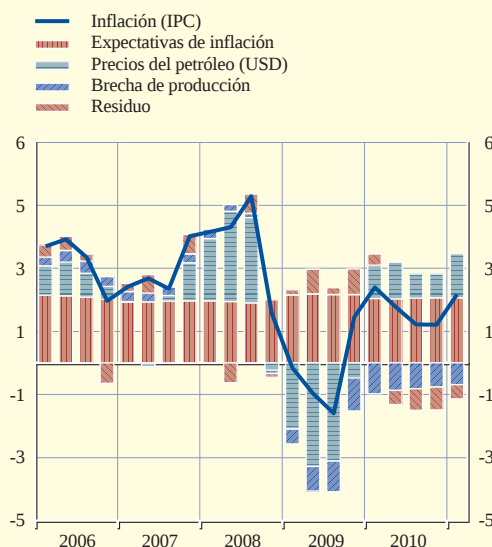
(tasas de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales)



Fuente: Cálculos del BCE basados en datos del US Bureau of Labor Statistics, Consensus Economics y Thomson Reuters.
Nota: La observación más reciente corresponde al primer trimestre de 2011.

Gráfico E Inflación en Estados Unidos

(tasas de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales)



Fuentes: Cálculos del BCE basados en datos del US Bureau of Labor Statistics, Consensus Economics y Thomson Reuters.
Nota: La observación más reciente corresponde al primer trimestre de 2011.

JAPÓN

En Japón, los datos publicados recientemente confirmaron que el impacto inmediato sobre la actividad económica del gran terremoto de marzo de 2011 y del posterior *tsunami* fue de gran intensidad. Según la primera estimación provisional de la Oficina Económica del Gobierno, el PIB real experimentó una contracción del 0,9%, en tasa intertrimestral, en el primer trimestre de 2011, lo que supone un descenso más pronunciado de lo previsto por el mercado, tras una caída del 0,8% en el trimestre anterior (revisado a la baja desde el 0,3%). Esta evolución representa dos trimestres consecutivos de crecimiento negativo de la economía japonesa. Como resultado de los recientes desastres, las existencias privadas se redujeron significativamente, lo que supuso la mayor contribución negativa al crecimiento (−0,5 puntos porcentuales). Además, el consumo privado registró una contracción del 0,6%, mientras que la inversión privada se redujo un 0,9% (frente a un aumento revisado del 0,1% en el trimestre anterior). También la demanda exterior neta contribuyó negativamente al crecimiento (−0,2 puntos porcentuales), ya que las importaciones crecieron a un ritmo más rápido que las exportaciones en el primer trimestre de 2011 (2% y 0,7%, respectivamente). De cara al futuro, si bien se prevé que, en el segundo trimestre de este año, la actividad económica aún se verá afectada por los recientes acontecimientos, la experiencia de anteriores desastres naturales sugiere que la demanda derivada de la reconstrucción, junto con una gradual normalización de las condiciones de oferta, probablemente respalde la actividad económica a partir del segundo semestre de este año. El grado de incertidumbre que rodea a las perspectivas de la economía japonesa sigue siendo considerablemente elevado y depende, en parte, del alcance y la duración de los cortes de energía y de las distorsiones en las cadenas de producción, así como la magnitud y el calendario de las medidas de política.

Por lo que respecta a la evolución de los precios, la inflación interanual medida por el IPC ascendió al 0,3% en abril, tras mantenerse estabilizada en el mes anterior. Excluidos los alimentos frescos, la inflación inte-

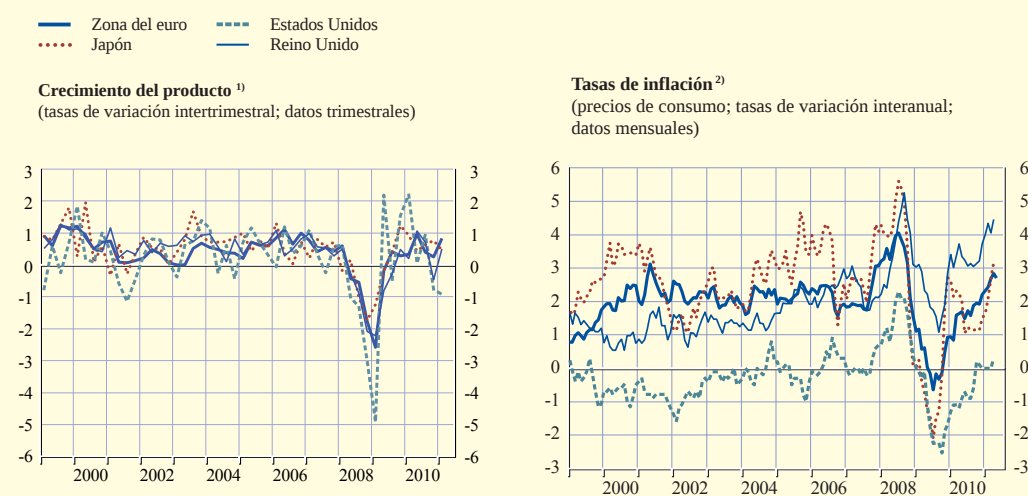
ranual medida por el IPC también aumentó, situándose en el 0,6% en abril (frente al -0,1% de marzo), la primera cifra positiva registrada desde comienzos de 2009. Estos aumentos reflejan, en gran medida, el final de un efecto de base negativo relacionado con la eliminación/reducción de los derechos de matrícula en la enseñanza secundaria en abril de 2010 y la evolución reciente de los precios de la energía. Excluidos la energía y los alimentos frescos, la inflación interanual medida por el IPC fue del -0,1% en abril, frente al -0,7% del mes anterior. En su reunión de 20 de mayo de 2011, el Banco de Japón decidió mantener sin variación, entre el 0,0% y el 0,1%, el objetivo fijado para los tipos de interés de los préstamos a un día sin garantía.

REINO UNIDO

En el Reino Unido, la actividad económica se recuperó en el primer trimestre de 2011. El PIB real creció un 0,5% en el primer trimestre de 2011, tras reducirse un 0,5% en el cuarto trimestre de 2010 y aumentar un 0,7% en el tercer trimestre de ese año (véase gráfico 3). En lo que respecta al gasto, el crecimiento estuvo determinado casi exclusivamente por la demanda exterior neta, mientras que el consumo privado y la inversión de capital experimentaron un descenso. Los precios de la vivienda han seguido siendo moderados en los últimos meses en un clima de atonía de la demanda en el mercado de la vivienda. De cara al futuro, las medidas de estímulo monetario, la demanda externa y la anterior depreciación de la libra esterlina deberían respaldar la actividad económica. No obstante, se prevé que el crecimiento de la demanda interna seguirá estando limitado por las restrictivas condiciones de concesión de crédito, el ajuste de los balances de los hogares y las sustanciales restricciones presupuestarias.

La inflación interanual, medida por el IPC, ha seguido siendo elevada en los últimos meses, aumentando hasta el 4,5% en abril de 2011, desde el 4% registrado en marzo, principalmente como consecuencia del sólido y sostenido incremento de los precios de importación, 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 el corto plazo, pero se prevé que su gradual desaparición, así como la existencia de un amplio margen

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 el 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 el Reino Unido; IPC para Estados Unidos y Japón.

de capacidad productiva sin utilizar, contribuyan, más adelante, a atenuar las presiones inflacionistas. En los últimos trimestres, el Comité de Política Monetaria del Bank of England ha mantenido en el 0,5% el tipo de interés oficial al que se remuneran las reservas de las entidades de crédito. El Comité también ha seguido votando a favor de mantener el volumen de compras de activos financiadas mediante la emisión de reservas del banco central en 200 mm de libras esterlinas.

OTROS PAÍSES DE LA UE

En conjunto, la situación económica ha seguido mejorando en los últimos trimestres en los otros países de la UE no pertenecientes a la zona del euro, mientras que la inflación, medida por el IAPC, ha aumentado en la mayoría de los países. El PIB real creció un 0,8%, en tasa intertrimestral, en Suecia en el primer trimestre de 2011, tras un aumento del 1,6% en el último trimestre de 2010. La robusta recuperación de la economía sueca fue respaldada tanto por la demanda externa como por el consumo privado. En Dinamarca, por el contrario, el PIB real registró una contracción del 0,5% en el primer trimestre de 2011, tras un descenso del 0,2% en el cuarto trimestre de 2010. El debilitamiento de la actividad tuvo su origen, principalmente, en la atonía generalizada de la demanda interna. Las tasas de inflación interanuales se han mantenido, en general, estables en los últimos meses en ambos países, situándose en el 1,8% en Suecia y en el 2,8% en Dinamarca en abril de 2011.

La recuperación de la actividad económica en los países más grandes de la UE de Europa Central y Oriental ha cobrado nuevas fuerzas en los últimos trimestres, impulsada principalmente por la demanda externa. No obstante, al mismo tiempo, la demanda interna se ha visto limitada por la frágil situación del mercado de trabajo, el alza de los precios de las materias primas, las necesidades de desapalancamiento —especialmente en el sector bancario— y los efectos a corto plazo de la consolidación fiscal. En la República Checa y Hungría, el PIB real se ha estado recuperando de forma sostenida, habiendo registrado una expansión, en tasa intertrimestral, del 0,9% y del 0,7%, respectivamente, durante el primer trimestre. En Rumanía, el crecimiento del PIB real aumentó en el primer trimestre de 2011 un 0,7% en tasa intertrimestral, de lo que se deduce que la economía ha comenzado a recuperarse tras registrar una contracción en 2010. En los tres países, la demanda externa ha desempeñado hasta ahora un papel de primer orden en la recuperación. En Polonia, el PIB real siguió creciendo a una tasa intertrimestral del 1% en el primer trimestre de 2011. A diferencia de la mayoría de los otros países de la región, el crecimiento del producto en Polonia estuvo determinado, en gran medida, por la demanda interna, aunque las exportaciones también registraron un sólido crecimiento. De cara al futuro, los indicadores de corto plazo sugieren que la recuperación continuará, probablemente, en la mayoría de los países y que la demanda interna desempeñará un papel cada vez más destacado como factor determinante. En general, la inflación ha repuntado en los últimos meses como consecuencia del alza de los precios de la energía y los alimentos. Mientras que en la República Checa la inflación interanual medida por el IAPC se situó en el 1,6% en abril de 2011, en Hungría y en Polonia ascendió al 4,4% y al 4,1%, respectivamente. Rumanía ha registrado las tasas de inflación más altas en los últimos meses, alcanzando el 8,4% en abril de 2011. De cara al futuro, es probable que la inflación siga siendo elevada a medida que el alza de precios de las materias primas y los cambios en la fiscalidad se transmitan a los precios de consumo. Al mismo tiempo, la capacidad excedente de producción podría amortiguar las presiones inflacionistas.

En los países más pequeños de la UE no pertenecientes a la zona del euro (Bulgaria, Letonia y Lituania), la actividad económica se está recuperando, debido, principalmente a la solidez de la demanda externa (véase también el recuadro 2, titulado «Ajuste macroeconómico: la experiencia de los Estados bálticos»). Al mismo tiempo, la demanda interna sigue siendo relativamente moderada, aunque se está fortaleciendo en algunos países. De cara al futuro, los indicadores de corto plazo sugieren que proseguirá la recuperación económica. La inflación también ha aumentado en los últimos meses, situándose en abril de 2011 en el 3,3% en Bulgaria, en el 4,3% en Letonia y en el 4,4% en Lituania.

Recuadro 2

AJUSTE MACROECONÓMICO: LA EXPERIENCIA DE LOS ESTADOS BÁLTICOS

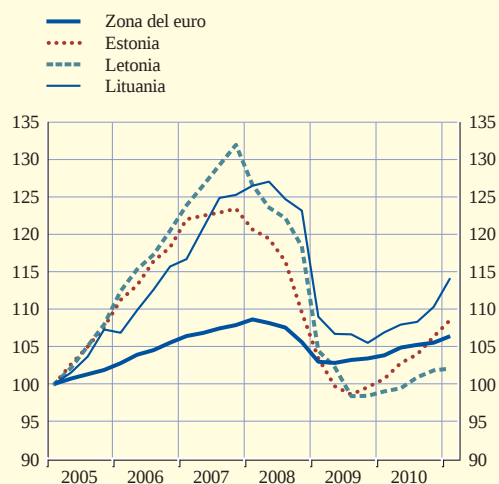
Impulsadas por el sólido crecimiento de las exportaciones, las economías de los Estados bálticos (Estonia, Letonia y Lituania) se están recuperando actualmente de una profunda recesión económica. Aunque la gravedad de los desequilibrios macroeconómicos acumulados durante los años de auge varía de un país a otro, los tres presentan importantes similitudes en su evolución económica durante los últimos años y en las medidas de política adoptadas para hacer frente a esos desequilibrios¹. A continuación, se describen algunos elementos clave de las medidas de ajuste aplicadas en la región. Aunque el proceso aún está inconcluso, la experiencia acumulada hasta ahora por los Estados bálticos podría proporcionar algunas enseñanzas útiles para los procesos de ajuste macroeconómico emprendidos en otros países que también carecen del mecanismo de ajuste que representa la flexibilidad de los tipos de cambio nominales.

En los años inmediatamente anteriores a la crisis financiera y económica mundial, las economías bálticas crecieron a un ritmo extremadamente rápido, en un período caracterizado por la fuerte afluencia de capitales y la aplicación de políticas macroeconómicas acomodaticias². Aunque el rápido ritmo de crecimiento económico observado fue, en parte, consecuencia del proceso de convergencia, las expectativas exageradamente optimistas y el excesivo crecimiento del crédito provocaron un fuerte auge de la demanda interna, que, en última instancia, resultó insostenible. Como consecuencia de ese auge, se registraron elevadas tasas de inflación, un crecimiento de los salarios muy superior a los aumentos de la productividad del trabajo, incrementos muy acusados de los precios inmobiliarios y abultados déficits por cuenta corriente.

Justo antes de la crisis financiera mundial comenzaron a vislumbrarse algunas señales de corrección. Después, cuando, a finales de 2008, la crisis golpeó a los tres países, sus desequilibrios les colocaron en una situación de vulnerabilidad ante un aumento de la aversión al riesgo y una caída brusca de las entradas de capital. Al mismo tiempo, el colapso del comercio mundial también afectó a las exportaciones bálticas. Como resultado de estas perturbaciones financieras y comerciales, las economías bálticas registraron fuertes pérdidas de producto, retrocediendo el PIB real hacia mediados de 2009 hasta niveles muy similares a los de 2005 (véase gráfico A). Los sistemas bancarios de los tres países tuvieron dificultades de financiación de diversa intensidad. En Letonia, estas tensiones causaron una retirada masiva de depósitos en un importante

Gráfico A PIB real

(datos desestacionalizados y ajustados por días laborables; índice I 2005 = 100)



Fuente: Eurostat.

- 1 Estonia adoptó el euro el 1 de enero de 2011. El país permaneció fuera de la zona del euro durante casi todo el tiempo que duró el proceso de ajuste descrito.
- 2 Para más información sobre el papel desempeñado por las políticas fiscales antes, durante y después de la crisis, véase el recuadro titulado «El impacto de la crisis financiera y económica global en las finanzas públicas de Europa central y oriental» en la presente edición del Boletín Mensual.

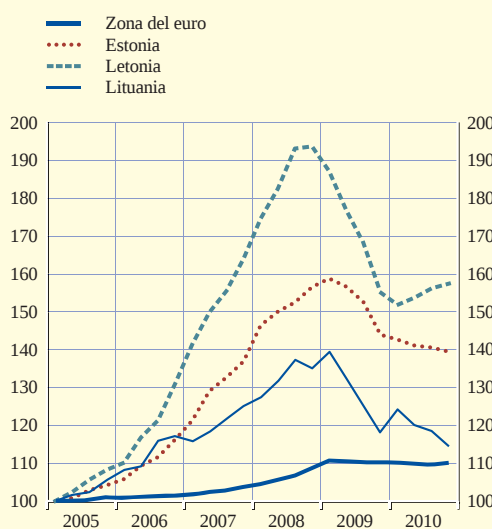
banco de propiedad nacional, lo que obligó a las autoridades a solicitar asistencia financiera internacional mediante un programa de ajuste dirigido por la UE y el FMI.

Aunque hubo diferencias en la gravedad de los desequilibrios macroeconómicos, fiscales y financieros, los tres países aplicaron estrategias de ajuste similares, siendo un elemento clave el mantenimiento de los tipo de cambio fijo frente al euro³. Además, a las tres economías les benefició tener un mayor grado de flexibilidad en los mercados de trabajo y productos antes del inicio de la crisis, ya que les facilitó el ajuste. El ajuste se logró mediante una combinación de políticas y mecanismos de mercado que dependían, en mayor o menor medida, de los cuatro elementos siguientes:

- En primer lugar, en ausencia de un tipo de cambio nominal flexible, cualquier ajuste del tipo de cambio real debía pasar necesariamente por un recorte de los costes salariales y los precios, combinado con aumentos de la productividad del trabajo. El ajuste de los salarios fue impulsado por el mercado, debido a una acusada caída de la demanda de mano de obra, y respaldado, al mismo tiempo, por una serie de políticas encaminadas a reducir los costes salariales del sector público. En el mercado de trabajo, el ajuste no solo se logró mediante recortes salariales, sino también a través de reducciones del empleo y del número de horas trabajadas y de una reestructuración de los procesos de producción. Como resultado, los costes laborales unitarios disminuyeron significativamente, compensando, en parte, los excesivos aumentos registrados anteriormente (véase gráfico B).

Gráfico B Costes laborales unitarios

(datos desestacionalizados; índice I 2005 = 100)



Fuente: Eurostat.

- En segundo lugar, las estrictas medidas de consolidación fiscal se orientaron a reconducir la situación presupuestaria hacia una senda sostenible, reduciendo las necesidades de financiación soberana y recuperando la confianza de los mercados. El ajuste fiscal recayó principalmente en recortes del gasto, aunque las autoridades también aumentaron los impuestos. Otras medidas se centraron en fortalecer el marco y los procedimientos presupuestarios. Tras un fuerte incremento de los déficits fiscales, la situación presupuestaria ha comenzado a mejorar, pero los déficits siguen siendo muy elevados en Letonia y Lituania, mientras que Estonia registró un pequeño superávit en 2010 (véase gráfico C). Durante la recesión económica, la situación presupuestaria de Estonia sufrió un deterioro menor que el de los otros países bálticos, ya que aplicó una política fiscal prudente que incluía medidas para reducir el déficit en torno al

3 Las monedas de los tres países participaban en el MTC II cuando se inició el proceso de ajuste, pero mantenían compromisos unilaterales más estrictos. Estonia mantuvo en vigor su *currency board* frente al euro hasta que lo adoptó el 1 de enero de 2011. Letonia mantiene una banda de fluctuación de $\pm 1\%$ en torno a la paridad central y Lituania mantiene su *currency board* frente al euro.

9% del PIB en solo un año, y se benefició de un sólido marco fiscal orientado al medio plazo, que incluía, por ejemplo, una regla de presupuesto equilibrado y un eficiente sistema de recaudación de impuestos.

- Aunque antes de la crisis ya se consideraba que las economías bálticas eran más bien flexibles, un tercer elemento de los planes de ajuste fueron las reformas estructurales encaminadas a aumentar aún más la flexibilidad de los mercados y el crecimiento a medio plazo. Las medidas se centraron tanto en los mercados de trabajo como en los de productos; entre ellas, cabe señalar la modificación de la legislación del mercado laboral para reforzar su flexibilidad, la mejora del clima empresarial simplificando los procedimientos de creación de empresas, y la administración tributaria, el apoyo a las empresas exportadoras y la lucha contra la economía informal.

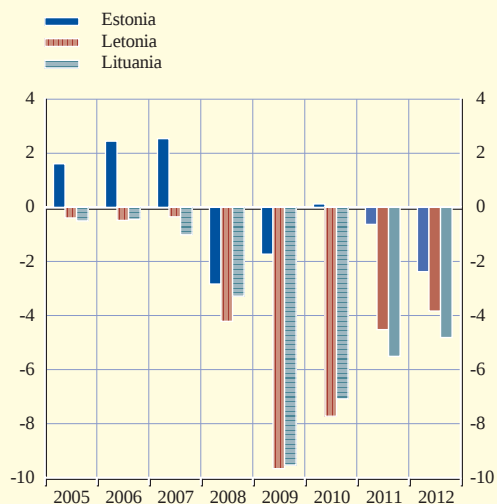
- En cuarto lugar, la estrategia incluía medidas para reforzar la estabilidad financiera y reducir la carga de la deuda del sector privado. Las autoridades centraron la atención, inicialmente, en asegurar la liquidez de los bancos y en relajar (de forma transitoria) los requisitos de supervisión a fin de aliviar las tensiones inmediatas de las entidades de crédito. Posteriormente, cobraron creciente importancia otros aspectos, como una adecuada capitalización, dado el deterioro de la calidad de las carteras de préstamos de los bancos tras la recesión económica. Como resultado, se mantuvo la estabilidad financiera, aunque se necesita todavía más tiempo para sanear los balances del sector privado.

Resumiendo, el proceso de ajuste en los Estados bálticos muestra hasta ahora que los grandes desequilibrios macroeconómicos pueden reducirse sin necesidad de ajustar el tipo de cambio nominal, un mensaje que también es importante para otros países que forman parte de la zona del euro. Un ajuste de estas características se ve favorecido por un alto grado de flexibilidad de la economía y ha de apoyarse en unas medidas de política sólidas y aplicadas con determinación para reequilibrar la economía, recuperar la competitividad y sentar las bases de un crecimiento sostenible del producto. De hecho, el considerable ajuste fiscal fue un elemento esencial para fortalecer la sostenibilidad de las finanzas públicas y, al mismo tiempo, crucial para recuperar la confianza de los mercados. Los recortes de los costes salariales y los precios fueron necesarios para crear las condiciones favorables para una recuperación de la actividad económica impulsada por las exportaciones. Dos años y medio después de que la crisis golpeará la región del Báltico, parece que Letonia está cerca de concluir su programa con la UE y el FMI.

No obstante, el proceso de ajuste aún no ha terminado, ya que es preciso superar algunos desafíos importantes. A corto plazo, aunque la actividad económica está repuntando de nuevo, los niveles

Gráfico C Saldo de las Administraciones Públicas

(en porcentaje del PIB)

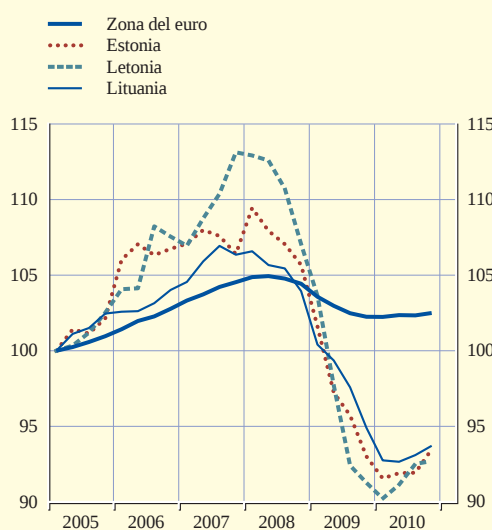


Fuente: Eurostat y Previsiones de primavera de la Comisión Europea para 2011 y 2012.

de empleo siguen siendo notablemente más bajos que antes de la recesión, a pesar de las recientes señales de recuperación (véase gráfico D). Es improbable que dichos niveles retornen a los existentes antes de la crisis debido a que los cambios estructurales, como la emigración, han reducido la oferta de mano de obra. Un desafío de primer orden para estos países es reducir el elevado desempleo estructural. No obstante, en el medio plazo es importante que, en ausencia de una política monetaria independiente, estas economías eviten la reaparición de grandes desequilibrios macroeconómicos como los ocurridos a mediados de la década anterior. Para ello, es de vital importancia que otras áreas de la política económica se orienten a respaldar una trayectoria que, lejos de desembocar en una nueva fase de recalentamiento, sea sostenible en el largo plazo.

Gráfico D Empleo

(número de personas; datos desestacionalizados y ajustados por días laborables; índice 1 2005 = 100)



Fuente: Eurostat.

OTROS PAÍSES EUROPEOS

La economía turca repuntó en 2010, sobrepasando, para finales de año, el nivel de PIB real alcanzado antes del inicio de la crisis financiera. El PIB real creció en torno al 9% en 2010, impulsado por el auge de la demanda interna, en particular, el consumo de los hogares y la inversión interna, con el respaldo del sólido crecimiento del crédito. La inflación tocó fondo con una tasa del 4% en marzo de 2011 y aumentó hasta el 7,2% en mayo. El Banco Central de la República de Turquía prevé que la inflación se situará en el 6,9% para finales de 2011. En los primeros meses de 2011, el banco central siguió aplicando una política monetaria cada vez más restrictiva, elevando las exigencias de reservas y manteniendo, al mismo tiempo, el tipo de interés oficial (el tipo *repo* a una semana) sin variación en el 6,25%. Se espera que la economía continúe creciendo rápidamente en 2011, aunque con más lentitud que en 2010.

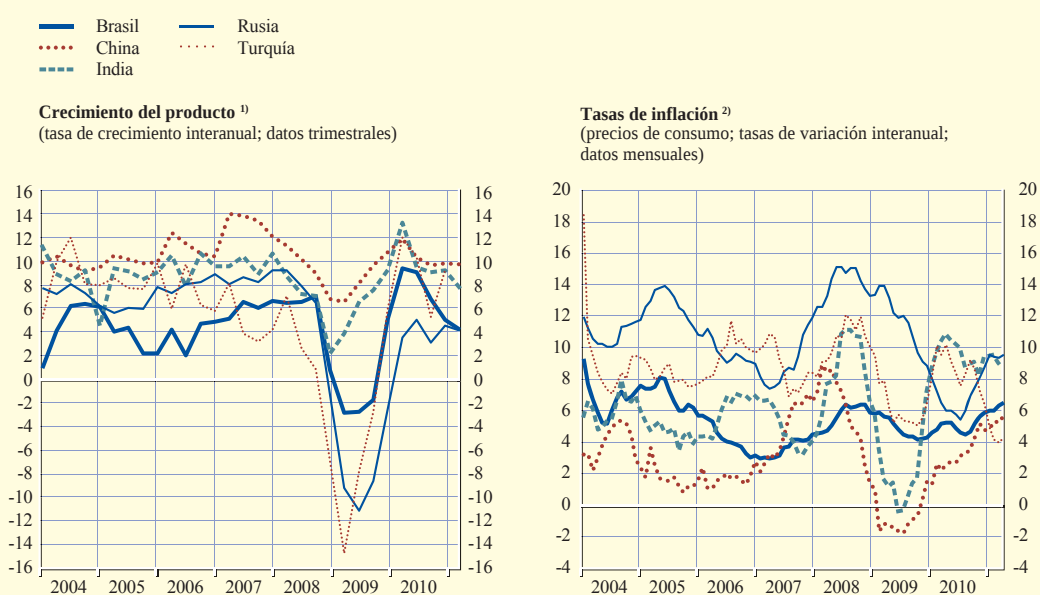
En Rusia, la actividad económica repuntó en 2010 al crecer el PIB real un 4%. Las cifras preliminares del PIB publicadas para el primer trimestre de 2011 sugieren que el ritmo de la recuperación se ralentizó en comparación con el cuarto trimestre de 2010, principalmente como consecuencia de la escasa demanda de inversiones. Las cifras de producción industrial sugieren que, de momento, esta tendencia ha continuado hasta bien entrado el segundo trimestre de 2011, dado que el crecimiento de la producción industrial se moderó hasta el 4,5%, en tasa interanual, en abril (desde alrededor del 6%, en tasa interanual, registrado en los meses anteriores). La inflación interanual siguió aumentando y se situó en el 9,6% en mayo de 2011. Al mismo tiempo, el Banco de Rusia siguió aplicando una política monetaria cada vez más restrictiva, elevando su principal tipo de interés oficial en 25 puntos básicos, hasta el 8,25%, con efectos a partir del 3 de mayo de 2011. De cara al futuro, dado que Rusia es uno de los principales exportadores de petróleo y de gas, el ritmo de la recuperación dependerá probablemente de la evolución de los precios de las materias primas que afectará principalmente a la economía de Rusia a través de los efectos riqueza, dado que la producción de petróleo se desarrolla casi a plena capacidad.

ECONOMÍAS EMERGENTES DE ASIA

En las economías emergentes de Asia, el fuerte dinamismo del crecimiento observado en 2010 se mantuvo en el primer trimestre de 2011. El crecimiento económico de la región fue impulsado por el ritmo sostenido de la demanda, tanto interna como externa. En un contexto de políticas fiscales y monetarias expansivas, así como de persistente afluencia neta de capitales, se mantuvo la solidez del consumo privado y la inversión. No obstante, las presiones inflacionistas se intensificaron aún más en los primeros meses de 2011, debido, inicialmente, a los elevados precios de los alimentos y las materias primas, pero también, cada vez más, como resultado de las presiones de demanda internas. En este contexto, ha continuado el gradual endurecimiento de la política monetaria mediante subidas de los tipos de interés y la adopción de medidas cuantitativas, habiéndose recurrido, al mismo tiempo, a las medidas administrativas para contener la inflación de los precios de los alimentos en varios países.

En China, durante el primer trimestre de 2011, el PIB real registró una robusta tasa de crecimiento interanual, del 9,7%. La solidez del gasto en consumo fue el principal factor determinante del crecimiento, mientras que la contribución de la demanda exterior neta al crecimiento del PIB se tornó negativa. El superávit comercial acumulado en los cuatro primeros meses del año se redujo a 10,7 mm de dólares estadounidenses, aproximadamente un 30% por debajo del nivel registrado en el mismo período un año antes, debido al alza de los precios de las materias primas y al mayor dinamismo de la actividad en la construcción. La inflación, medida por el IPC, se ha mantenido en niveles elevados, registrando un incremento interanual del 5,3% en abril, principalmente como consecuencia del aumento de los precios de los alimentos y de unos efectos de base positivos. La expansión de la liquidez interna ha comenzado a reducirse en respuesta al endurecimiento de la política monetaria, dado que el Banco Central de la República Popular China elevó de nuevo el coeficiente de reservas en 50 puntos básicos en mayo de 2011.

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



Fuente: Haver Analytics.

1) Datos desestacionalizados para Brasil y China. Datos sin desestacionalizar para India, Rusia y Turquía. Última observación: primer trimestre de 2011 (Turquía: cuarto trimestre de 2010).

2) Índice de precios al por mayor para la inflación en India. Última observación: abril de 2011.

Dicho coeficiente se sitúa actualmente en el 21% para los grandes bancos y en el 19% para las instituciones financieras medianas y pequeñas. Esta es la quinta subida del coeficiente de reservas realizada en 2011, tras las seis registradas en 2010, cada una de ellas de 50 puntos básicos.

En India, el PIB real creció un 7,7% en el primer trimestre de 2011 en comparación con un año antes, frente al 9,2% del cuarto trimestre de 2010. El consumo privado siguió registrando un sólido crecimiento, del 8,1%, en tasa interanual, mientras que el crecimiento de la inversión bruta en capital fijo se redujo al 0,4%, en tasa interanual. La inflación interanual medida por los precios al por mayor —la medida de la inflación que utiliza el Banco de Reserva de India— siguió siendo elevada, aumentando hasta el 9,5% en febrero de 2011, antes de descender hasta el 8,7% en abril. El aumento de la tasa de inflación estuvo determinado, inicialmente, por el alza de precios de los alimentos y las materias primas, aunque, más recientemente, las crecientes presiones inflacionistas también han tenido su origen en el sector manufacturero. Como resultado, el Banco de Reserva de India elevó su tipo de interés oficial en 25 puntos en marzo de 2011 y en 50 puntos en mayo, situando el tipo *repo* en el 7,25%.

En Corea del Sur, el PIB real creció un 4%, en tasa interanual, en el primer trimestre de 2011, frente al 4,7% registrado en el cuarto trimestre de 2010. La expansión económica siguió siendo generalizada, observándose las mayores contribuciones en el consumo privado y la demanda exterior neta. Desde enero hasta abril de 2011, la inflación interanual medida por el IPC se situó por encima de la banda del 2% al 4% fijada como objetivo, ascendiendo hasta el 4,7% en marzo, para reducirse hasta el 4,2% en abril. La evolución de la inflación ha estado determinada, principalmente, por los productos agrícolas y manufacturados. El Banco de Corea elevó su tipo de interés oficial en 25 puntos básicos en dos ocasiones —enero y marzo de 2011—, hasta el nivel actual del 3%.

El comportamiento económico de los países que integran la ASEAN-5 (Indonesia, Malasia, Filipinas, Singapur y Tailandia) siguió siendo dinámico en el primer trimestre de 2011. En Indonesia —la economía más grande del grupo—, el PIB real creció un 6,5% en tasa interanual en el primer trimestre, frente al 6,9% registrado en el cuarto trimestre de 2010. En Indonesia y Malasia, el crecimiento del PIB estuvo determinado, principalmente, por el consumo privado y la inversión en capital fijo, mientras que Singapur y Tailandia experimentaron un aumento de la demanda exterior neta. En un contexto de aumento de las tasas de inflación, los bancos centrales de Indonesia, Malasia y Tailandia han elevado los tipos de interés oficiales en los seis últimos meses.

Las perspectivas de las economías emergentes de Asia sugieren un ritmo de crecimiento sostenido durante todo el año 2011, con China e India a la cabeza. En este contexto, podría suscitarse alguna inquietud respecto a un posible recalentamiento, dados el estrechamiento de las brechas de producción y la persistencia de las presiones inflacionistas. Por otro lado, cabe mencionar algunos posibles riesgos a la baja relacionados con la incertidumbre respecto a la demanda externa como consecuencia de las tensiones en Oriente Medio y Norte de África y con las distorsiones provocadas por el terremoto en Japón, así como con un nuevo aumento de los precios de las materias primas y la vulnerabilidad financiera asociada a la volatilidad de los flujos de capital.

ORIENTE MEDIO Y ÁFRICA

Desde el comienzo de 2011 el comportamiento de muchas economías de Oriente Medio y Norte de África se ha visto afectado por las tensiones políticas. En los países que sufren protestas prolongadas, huelgas y conflictos internos, se ha producido una caída de la actividad industrial, los mercados financieros y las redes de distribución han registrado distorsiones y se han reducido las llegadas de turistas y las entradas netas de capital. Al mismo tiempo, las economías exportadoras de petróleo de la región (excepto Libia) se han bene-

ficiado con el alza de los precios del petróleo provocada por la intensificación de los riesgos geopolíticos, así como, en algunos casos, con el aumento de la producción de crudo. Las presiones inflacionistas han aumentado en toda la región como consecuencia de la subida de los precios de la energía y los alimentos.

En el primer trimestre de 2011, aumentó la producción de petróleo de Arabia Saudita, ya que el país utilizó parte de su capacidad excedente de producción para compensar el déficit de producción de petróleo libio. Además, la demanda privada recibió un impulso con el gasto de una prima salarial recibida por los empleados públicos como parte de un importante conjunto de medidas fiscales, pero se vio afectada en cierta medida por el aumento de la incertidumbre. La inflación medida por los precios de consumo en Arabia Saudita fue del 5%, en tasa interanual, en el primer trimestre de 2011.

Por lo que respecta a los países importadores de petróleo que no se han visto afectados directamente por la agitación política, la reciente y positiva evolución económica ha tenido su origen en el mantenimiento, en conjunto, de unas políticas fiscales y monetarias acomodaticias, el mayor crecimiento de las exportaciones en algunos casos y el aumento de los precios de las materias primas distintas del petróleo. Por otro lado, el incremento del coste de los combustibles y los alimentos ha amortiguado el crecimiento en varios países. Además, en el primer trimestre de 2011, el alza de los precios de la energía y los alimentos contribuyó a un gradual repunte de la inflación en los países importadores de petróleo.

Las perspectivas económicas de Oriente Medio y África siguen siendo, en gran medida, positivas, a pesar del impacto económico de las tensiones políticas en varios países. No obstante, persisten los riesgos a la baja para el crecimiento, entre ellos, la posibilidad de que las tensiones políticas se prolonguen y puedan contagiarse a otros países, así como los efectos negativos de los elevados precios de los alimentos y, en el caso de los países importadores de petróleo, de los precios de la energía.

AMÉRICA LATINA

En América Latina, la actividad económica continuó su expansión a un ritmo rápido en el primer trimestre de 2011, aunque se observaron indicios de moderación en algunas economías. La moderación del crecimiento es resultado de la gradual retirada de las medidas de estímulo y de una normalización del ciclo mundial de existencias. Al mismo tiempo, las presiones inflacionistas se han intensificado en la mayoría de los países de la región.

En México, el PIB real creció a una tasa interanual del 4,4% en el primer trimestre de 2011, frente al 4,2% del cuarto trimestre de 2010. La inflación interanual, medida por los precios de consumo, se situó, en promedio, en el 3,5% en el primer trimestre de 2011, ligeramente por debajo de los niveles registrados en los trimestres anteriores. En Argentina, la favorable relación real de intercambio y la sólida demanda proveniente de Brasil han seguido beneficiando a la actividad económica, al tiempo que se ha mantenido una orientación acomodaticia de las políticas. Como resultado, la producción industrial continuó registrando una rápida expansión, a una tasa interanual del 9,2% en el primer trimestre de 2011. No obstante, las incipientes presiones de demanda, sumadas a los elevados precios de las materias primas, se han traducido en un aumento de las presiones inflacionistas, y, en el primer trimestre de 2011, la inflación interanual, medida por el IPC, se situaba en el 10,1%.

En Brasil, el ritmo de crecimiento se moderó en el primer trimestre de este año hasta niveles más sostenibles. Considerando la evolución con más detalle, se observa que, en el primer trimestre, la producción industrial creció, en promedio, un 2,3% en tasa interanual, frente al 3,3% del cuarto trimestre de 2010. Al mismo tiempo, las presiones inflacionistas continuaron intensificándose, y, en el primer trimestre de

2011, la inflación interanual ascendía al 6,6%, es decir, 0,5 puntos porcentuales por encima del nivel observado en el último trimestre de 2010.

De cara al futuro, se prevé que la actividad económica en América Latina siga creciendo vigorosamente, aunque a tasas más sostenibles. La demanda interna será el principal factor determinante del crecimiento, y, en particular, la inversión bruta en capital fijo. El favorable entorno exterior, los elevados niveles de confianza y, en algunos casos, las políticas acomodaticias que se están aplicando contribuirán a mejorar los resultados económicos de la región.

1.2 MERCADOS DE MATERIAS PRIMAS

Los precios del petróleo experimentaron una considerable subida en marzo y abril, continuando así la tendencia alcista iniciada en septiembre de 2010, pero descendieron después, en mayo (véase gráfico 5). El 8 de junio, el precio del barril de Brent se situaba en 115,5 dólares estadounidenses, es decir un 24% por encima del nivel observado a comienzos de 2011. De cara al futuro, los participantes en el mercado prevén precios ligeramente más bajos en el medio plazo, y los futuros con entrega en diciembre de 2012 se negocian actualmente a 113 dólares estadounidenses el barril.

Durante los meses de marzo y abril de 2011, los precios del petróleo han seguido subiendo, hasta alcanzar un máximo de 125,5 dólares el barril el 2 de mayo. El 5 de mayo de 2011, los precios sufrieron una masiva corrección a la baja y, desde entonces, han estado fluctuando en un intervalo de 110 a 115 dólares estadounidenses el barril. Aunque la mayoría de los analistas de mercado atribuyeron dicha corrección a factores técnicos, cabe señalar todavía que la corrección a la baja se produjo en paralelo con una reevaluación, también a la baja, de la demanda mundial por parte de la Agencia Internacional de la Energía. No obstante, por el lado de la oferta del mercado sigue observándose cierta debilidad y, de hecho, la oferta de la OPEP se ha reducido en los últimos meses. Ello explica que, aunque hayan comenzado a vislumbrarse algunas señales de contracción de la demanda, las tensiones en el mercado pueden persistir en los próximos meses.

Los precios de las materias primas no energéticas se han moderado ligeramente en los últimos meses y se sitúan ahora prácticamente al mismo nivel que a comienzos de 2011. A pesar de que la demanda sigue siendo sólida, las favorables perspectivas respecto a la siembra y las expectativas, igualmente favorables, respecto a la cosecha de 2011 están ejerciendo presión a la baja sobre los precios de los alimentos. Los precios de los metales también se han reducido en los tres últimos meses, impulsados en particular por el cobre. En cifras agregadas, el índice de precios de las materias primas no energéticas (denominado en dólares estadounidenses) se situaba, a comienzos de junio, un 3,4% por encima del nivel de comienzos de 2011.

Gráfico 5 Evolución de los precios de las materias primas



Fuentes: Bloomberg y HWWI.

I.3 TIPOS DE CAMBIO

TIPO DE CAMBIO EFECTIVO DEL EURO

El euro experimentó cierta volatilidad en los cinco primeros meses de 2011, apreciándose de forma más bien significativa entre enero y abril y recuperándose así de las pérdidas registradas a finales de 2010. Tras el aumento de la volatilidad en mayo y a principios de junio de 2011, el 8 de junio la moneda única se situaba —en términos efectivos nominales, medido frente a las monedas de 20 de los socios comerciales más importantes de la zona del euro— alrededor de un 2,8% por encima del nivel de finales de febrero de 2011 y un 2,2% por encima de la media de 2010.

Las fluctuaciones del tipo de cambio del euro a comienzos de 2011 parecen haber estado determinadas, en gran medida, por los cambios de actitud de los mercados respecto a las perspectivas fiscales y económicas de algunos países de la zona del euro y por los diferenciales de rendimiento esperados entre la zona del euro y otras principales áreas económicas. La apreciación del euro entre enero y los primeros días de mayo de 2011 parece haber guardado relación con una disminución de la inquietud respecto a la sostenibilidad de las finanzas públicas de algunos países de la zona del euro y con un progresivo aumento de los diferenciales de tipos de interés a favor del euro. Por el contrario, su depreciación en mayo ha estado asociada, al parecer, a la reaparición de la aversión al riesgo tras intensificarse la preocupación por las perspectivas fiscales de algunos países de la zona del euro, que, en gran medida, se corrigió a comienzos de junio. En los tres últimos meses, la apreciación del euro en términos efectivos nominales fue, principalmente, consecuencia de su fortalecimiento frente al dólar estadounidense, la libra esterlina, el renminbi chino y el yen japonés. Esta tendencia se contrarrestó, solo en parte, por la depreciación de la moneda única frente al franco suizo y el forint húngaro (véase cuadro 1). La volatilidad implícita de los tipos de cambio bilaterales del euro frente al dólar estadounidense, la libra esterlina y el franco suizo se redujo, en general, hasta abril de 2011, tanto en el horizonte de corto plazo como en el de largo plazo, lo que indica una menor incertidumbre en los mercados de divisas. La única excepción fue el episodio de aumento de la volatilidad en dichos mercados tras el terremoto de Japón en marzo, especialmente en lo que respecta a los pares de monedas del yen y el franco suizo. En mayo, la volatilidad aumentó de nuevo en los principales pares de monedas del euro, en consonancia con el aumento general de la incertidumbre en los mercados en un clima de creciente inquietud respecto a la sostenibilidad de

Cuadro 1 Evolución del tipo de cambio del euro¹⁾

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

	Ponderación en el TCE-20	Nivel a 8 de junio de 2011	Apreciación (+)/depreciación (-) del euro a 8 de junio de 2011		
			desde:		en comparación con: media de 2010
			28 de febrero de 2011	1 de enero de 2010	
Dólar estadounidense	19,4	1,46	5,6	1,5	10,2
Libra esterlina	17,8	0,893	4,7	0,2	4,1
Renminbi chino	13,6	9,46	4,1	-3,7	5,4
Yen japonés	8,3	116,6	2,9	-12,7	0,3
Franco suizo	6,4	1,22	-4,8	-17,8	-11,4
Zloty polaco	4,9	3,96	0,1	-3,6	-0,9
Corona sueca	4,1	9,04	3,4	-11,3	-5,2
Corona checa	3,9	24,21	-0,6	-7,9	-4,3
Won coreano	3,1	1.586,32	1,8	-4,6	3,6
Forint húngaro		266,15	-1,7	-1,4	-3,4
TCEN ²⁾		107,1	2,8	-4,3	2,2

Fuente: BCE.

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

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

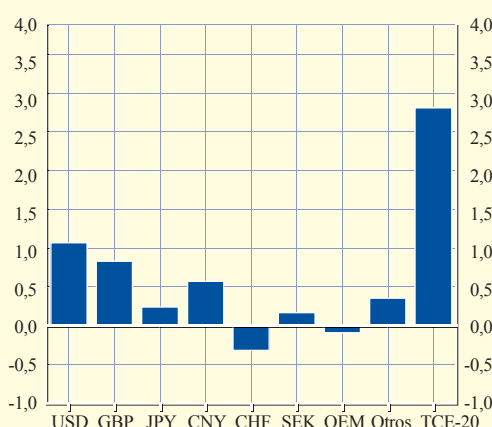
Gráfico 6 Tipo de cambio efectivo del euro (TCE-20) y sus componentes¹⁾

(datos diarios)

Índice: I 1999 = 100



Contribuciones a las variaciones del TCE-20²⁾
Del 28 de febrero al 8 de junio 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).

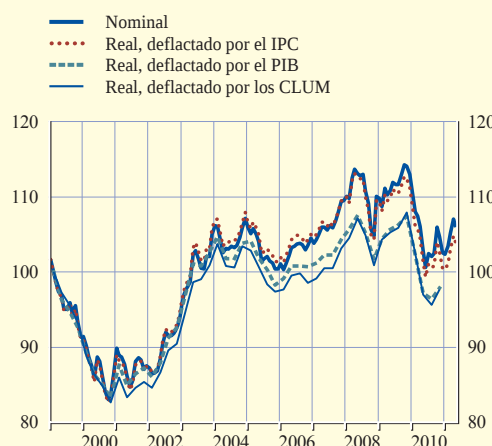
2) Se muestran las contribuciones a las variaciones del TCE-20 correspondientes a cada una de las monedas de los seis principales socios comerciales de la zona del euro. La categoría «Otros Estados miembros (OEM)» se refiere a la contribución agregada de las monedas de los Estados miembros que no pertenecen 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.

la deuda soberana en la zona del euro, pero se redujo de nuevo aproximándose a la media de largo plazo en junio (véase gráfico 8).

Por lo que respecta a los indicadores de competitividad internacional en términos de precios y costes de la zona del euro, en mayo de 2011, el tipo de cambio efectivo real del euro, basado en los precios de consumo (medido frente a las monedas de 20 de los socios comerciales más importantes de la zona del euro), se situaba un 0,8% por encima de la media de 2010 (véase gráfico 7). Esta apreciación en términos efectivos reales se debió a la apreciación nominal del euro (un 1,3%), que se compensó, en parte, con una tasa de inflación medida por los precios de consumo más baja en la zona del euro que en los países con los que comercia la zona

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

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



Fuente: BCE.

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

TIPOS DE CAMBIO BILATERALES

Tras apreciarse significativamente frente al dólar estadounidense desde enero hasta principios de mayo de 2011, el euro experimentó unas fluctuaciones bastante acusadas en mayo y a comienzos

de junio. En conjunto, desde el 28 de febrero hasta el 8 de junio de 2011, el euro se apreció un 5,6% frente al dólar estadounidense, cotizando un 10,2% por encima de la media de 2010 (véanse gráfico 6 y cuadro 1). Como se mencionó anteriormente, los principales factores determinantes de esta situación fueron los cambios de percepción respecto a la sostenibilidad de las finanzas públicas de algunos Estados miembros de la zona del euro y los movimientos de los diferenciales de rendimiento.

El euro se apreció frente al yen japonés desde enero hasta principios de abril de 2011, alcanzando un nivel no observado desde comienzos de mayo de 2010. Posteriormente se depreció, perdiendo parte del terreno ganado con anterioridad. En marzo, tras el terremoto de Japón, los mercados de divisas experimentaron un brote de intensa volatilidad, que culminó cuando el yen japonés alcanzó un máximo histórico frente al dólar estadounidense. En respuesta a esta evolución, y a petición de las autoridades japonesas, las autoridades de Estados Unidos, el Reino Unido, Canadá y el BCE se sumaron a Japón el 18 de marzo de 2011 en una intervención concertada en los mercados de divisas. Tras la intervención, se redujo la volatilidad y el tipo de cambio del yen prácticamente se estabilizó. La información obtenida a partir de los precios de las opciones sobre divisas indica que, en los tres primeros meses de 2011, las expectativas de los mercados pasaron progresivamente de un territorio neutral a una orientación negativa hacia el euro. El tipo de cambio del euro frente al yen ha sido, en general, sensible a los movimientos de los diferenciales de tipos de interés entre la zona del euro y Japón, así como a las percepciones de los mercados respecto al riesgo en los mercados financieros mundiales. De hecho, el yen japonés se utiliza ampliamente como moneda de financiación para las operaciones de *carry trade*, que están sujetas a abruptas correcciones cuando aumenta la volatilidad de los mercados. El 8 de junio de 2011, el euro cotizaba a 116,6 yenes japoneses, un 2,9% por encima del nivel de finales de febrero y en valores muy cercanos a la media de 2010.

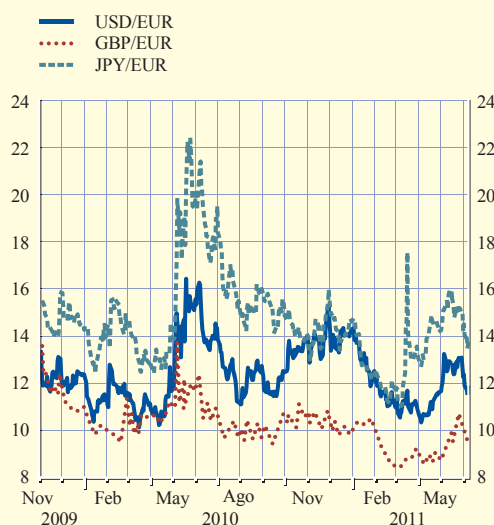
Desde enero de 2011, las monedas que participan en el MTC II se han mantenido, en general, estables frente al euro, cotizando al tipo de cambio correspondiente a las respectivas paridades centrales o en torno a dichas paridades. El lats letón se desplazó hacia la paridad central en enero de 2011, pero fue retrocediendo de nuevo hacia la zona débil de la banda de fluctuación hasta abril y, desde entonces, se ha mantenido en valores cercanos a la misma.

Por lo que respecta a otras monedas, tras mantenerse en general estable frente a la libra esterlina en enero y febrero, el euro se apreció de forma más bien acusada hasta comienzos de mayo y, posteriormente, experimentó amplias fluctuaciones en mayo y en los primeros días de junio, depreciándose primero y apreciándose después de manera notable. El 8 de junio, el euro cotizaba a 0,89 libras esterlinas, un 4,7% por encima del nivel de finales de febrero (véase cuadro 1). El euro también experimentó algunas oscilaciones frente al franco suizo entre enero y abril de 2011; posteriormente volvió a depreciarse, re-

Gráfico 8 Evolución de los tipos de cambio y volatilidades implícitas

(datos diarios)

Volatilidades implícitas de los tipos de cambio (a tres meses)



Fuente: Bloomberg.

gistrando un mínimo histórico de 1,215 francos el 30 de mayo; el 8 de junio cotizaba en torno a un 4,8% por debajo del nivel de febrero de 2011. La reciente depreciación del euro se corresponde con el aumento de la incertidumbre en los mercados, antes mencionada, ya que la moneda suiza tiende a beneficiarse del comportamiento de los inversores internacionales que buscan activos más seguros. Durante el período considerado, los tipos de cambio bilaterales del euro frente al renminbi chino y el dólar de Hong Kong se apreciaron en consonancia con la evolución del tipo de cambio de la moneda única frente al dólar estadounidense. Durante este período, el euro se apreció frente a las monedas de los países productores de materias primas: un 5,9% frente al dólar canadiense y un 1,3% frente al dólar australiano.

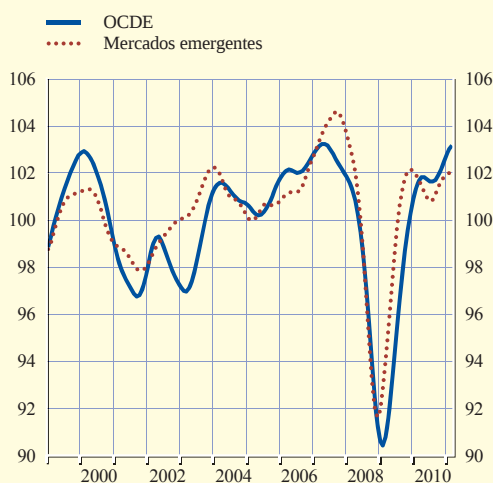
1.4 PERSPECTIVAS DEL ENTORNO EXTERIOR

De cara al futuro, pese a la moderación más reciente del ritmo de crecimiento mundial, las perspectivas de la economía mundial siguen siendo favorables en general y la recuperación se está haciendo cada vez más autosostenida. Esta evolución es coherente con los indicadores sintéticos adelantados de la OCDE más recientes, correspondientes a marzo de 2011, que sugieren que continuará la expansión en la mayoría de los países y regiones. El indicador Ifo de clima económico también ha mejorado de nuevo ligeramente, pero los indicadores relativos a América del Norte y Asia han experimentado un cierto deterioro tras la fuerte mejora observada en el primer trimestre de este año. En este contexto, y teniendo en cuenta los recientes acontecimientos producidos en Oriente Medio y el Norte de África, así como en Japón, las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema apuntan a un crecimiento ligeramente más moderado en el año en curso que en marzo de 2011, mientras que las proyecciones del crecimiento mundial para 2012 siguen siendo prácticamente las mismas (véase sección 6). Las perspectivas del entorno internacional contempladas en las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema son bastante coherentes con las que presenta el FMI en la edición de abril de 2011 de Perspectivas de la Economía Mundial.

En un entorno de elevada incertidumbre, los riesgos para estas perspectivas económicas siguen estando prácticamente equilibrados. Por una parte, la actividad mundial podría registrar una expansión más rápida de lo previsto. Por otra parte, los riesgos a la baja están relacionados con las nuevas subidas de los precios de la energía, las presiones proteccionistas y la posibilidad de que se lleve a cabo una corrección desordenada de los desequilibrios mundiales.

Gráfico 9 Indicadores sintéticos adelantados de la OCDE

(datos mensuales; ajustados a la amplitud del ciclo)



Fuente: OCDE.

Nota: El indicador de los mercados emergentes es una media ponderada del indicador sintético adelantado de Brasil, Rusia y China.

2 EVOLUCIÓN MONETARIA Y FINANCIERA

2.1 DINERO Y CRÉDITO DE LAS IFM

Si se considera más allá de la evolución a corto plazo, los datos monetarios disponibles hasta abril de 2011 siguen apuntando a una recuperación gradual de las tasas de crecimiento interanual de M3 y de los préstamos de las IFM al sector privado. Esta evolución está en consonancia con la valoración de que el ritmo de expansión monetaria subyacente aumenta paulatinamente, aunque se mantiene en niveles moderados. Al mismo tiempo, la liquidez monetaria acumulada con anterioridad al período de tensiones en los mercados financieros continúa siendo abundante, y su corrección puede facilitar la acomodación de las presiones sobre los precios en la zona del euro. Por sectores, la dinámica de los préstamos al sector privado señala incrementos progresivos de las tasas de crecimiento interanual de los préstamos a las sociedades no financieras y a los hogares.

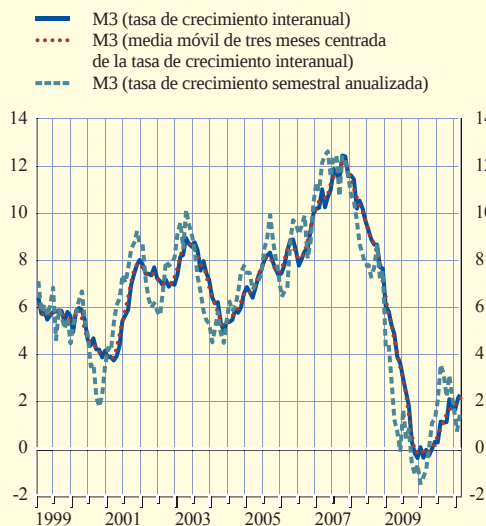
EL AGREGADO MONETARIO AMPLIO M3

La tasa de crecimiento interanual del agregado monetario amplio M3 cayó hasta el 2% en abril, frente al 2,3% de marzo, tras haber aumentado hasta el 1,9% en el primer trimestre de 2011, desde el 1,5% registrado en el cuarto trimestre de 2010 (véase gráfico 10). Por tanto, si se considera más allá de la volatilidad a corto plazo característica de la evolución monetaria, los datos de los últimos meses son acordes con la valoración de que el crecimiento de M3 se va intensificando gradualmente. Al mismo tiempo, los niveles de crecimiento interanual de M3 observados en los últimos meses siguen siendo reducidos en términos históricos, ya que la evolución monetaria se ha visto considerablemente afectada por las operaciones interbancarias realizadas a través de entidades de contrapartida central del sector tenedor de dinero. Ajustada por este efecto, la expansión monetaria es algo más débil, pero el perfil es muy similar.

Por el lado de los componentes, el fortalecimiento gradual observado en el crecimiento interanual de M3 desde el verano de 2010 sigue estando impulsado, principalmente, por la tasa de crecimiento interanual de los depósitos a corto plazo distintos de los depósitos a la vista (es decir, M2 menos M1), que volvió a aumentar en abril de 2011, mientras que la de los instrumentos negociables es cada vez menos negativa. En cambio, la contribución de M1 a la tasa de crecimiento interanual de M3 descendió de nuevo considerablemente en el primer trimestre de 2011 y en abril (aunque se mantuvo en niveles positivos). Esta evolución continúa obedeciendo, en gran medida, a la configuración de los tipos de interés. En concreto, el incremento gradual y continuado de la inclinación de la pendiente de la curva de rendimientos está elevando el coste de oportunidad de mantener activos incluidos en M1 y provocando que algunos de ellos se desplacen hacia componentes de M3 menos líquidos. Al mismo tiempo, estos cambios en la curva de rendimientos también implican cierta disminución del atractivo de los instrumen-

Gráfico 10 Crecimiento de M3

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



Fuente: BCE.

tos de M3 en comparación con activos financieros a más largo plazo no incluidos en M3, un factor que explica el débil crecimiento del agregado monetario amplio.

En cuanto a las contrapartidas, el crecimiento interanual de M3 en el primer trimestre y en abril se debió principalmente al crédito concedido a la economía de la zona del euro. La tasa de crecimiento interanual del crédito otorgado a las Administraciones Públicas disminuyó gradualmente en el primer cuatrimestre de 2011, pero se mantuvo en niveles elevados, ya que el impacto de la financiación de las transferencias de activos a «bancos malos» continuará apreciándose en las tasas de crecimiento hasta septiembre de 2011. El crecimiento interanual del crédito al sector privado volvió a incrementarse progresivamente en los cuatro primeros meses de 2011, aunque permaneció en tasas moderadas. La expansión registrada por el crédito al sector privado en los primeros meses de 2011 estuvo impulsada, principalmente, por los préstamos concedidos por las IFM, ya que las tasas de crecimiento interanual de los préstamos de este sector a los hogares y a las sociedades no financieras siguieron aumentando paulatinamente.

Los principales activos mantenidos por las IFM de la zona del euro disminuyeron en abril, básicamente como consecuencia de las ventas de valores distintos de acciones de las IFM. Sin embargo, si se analiza el período comprendido entre febrero y abril en su conjunto, los activos principales de las IFM no variaron significativamente.

PRINCIPALES COMPONENTES DE M3

El patrón general observado en las tasas de crecimiento interanual de los principales componentes de M3 se mantuvo en el primer trimestre y en abril. Por tanto, las tasas de crecimiento de estos componentes siguieron convergiendo, con un nuevo descenso del crecimiento de M1. De hecho, en abril, M1 dejó de ser el componente que más contribuyó al crecimiento de M3, al ser sustituido por los depósitos a corto plazo distintos de los depósitos a la vista. La tasa de crecimiento interanual de los instrumentos negociables (esto es, M3 menos M2; véase gráfico 11) fue haciéndose progresivamente menos negativa en los cuatro primeros meses del año. Esta convergencia está, en general, en consonancia con los tipos de interés a los que se remuneran los distintos instrumentos incluidos en M3.

La tasa de crecimiento interanual de M1 disminuyó hasta el 3,2% en el primer trimestre de 2011, desde el 4,9% del cuarto trimestre de 2010, y volvió a descender en abril, hasta situarse en el 1,7% (véase cuadro 2). Esta caída progresiva se debió principalmente a las disminuciones de la tasa de crecimiento interanual de los depósitos a la vista, que continuaron la tendencia observada desde la segunda mitad de 2010. La tasa de crecimiento interanual del efectivo en circulación también se ha reducido gradualmente desde mediados de 2010, aunque en una medida mucho más limitada y con una persistente volatilidad a corto plazo.

La tasa de crecimiento interanual de los depósitos a corto plazo distintos de los depósitos a la vista aumentó hasta el 3,3% en abril, desde el 1,4% del primer trimestre de 2011 y el -1,1% del cuarto trimestre de 2010. Este incremento continuó ocultando una evolución divergente de los distintos subcomponentes, dado que la tasa de crecimiento interanual de los depósitos a corto plazo (esto es, los depósitos a plazo hasta dos años) volvió a avanzar de manera significativa, pasando a niveles positivos en abril, mientras que la tasa de crecimiento interanual de los depósitos de ahorro a corto plazo (es decir, los depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses) siguió disminuyendo, aunque continuó siendo considerablemente positiva.

En gran medida, el estrechamiento de la brecha entre las tasas de crecimiento de M1 y de los depósitos a corto plazo distintos de los depósitos a la vista es reflejo de la evolución de los tipos de interés. En general, los tipos de interés de los depósitos a corto plazo, especialmente de los depósitos a plazo hasta

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 Mar	2011 Abr
M1	49,0	10,3	7,9	4,9	3,2	3,0	1,7
Efectivo en circulación	8,4	6,4	6,5	5,6	4,9	3,7	4,3
Depósitos a la vista	40,6	11,2	8,1	4,8	2,9	2,8	1,1
M2 - M1 (= otros depósitos a corto plazo)	39,1	-8,0	-5,1	-1,1	1,4	2,3	3,3
Depósitos a plazo hasta dos años	19,1	-21,4	-16,2	-8,7	-2,7	-0,2	2,2
Depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses	20,1	10,3	8,4	7,3	5,4	4,8	4,4
M2	88,1	1,5	1,8	2,2	2,4	2,7	2,4
M3 - M2 (= instrumentos negociables)	11,9	-9,8	-6,5	-3,0	-1,6	-0,6	-0,7
M3	100,0	-0,1	0,7	1,5	1,9	2,3	2,0
Crédito a residentes en la zona del euro		1,8	2,1	3,3	3,7	3,3	3,2
Crédito a las Administraciones Públicas		9,2	7,8	11,8	10,9	8,0	7,4
Préstamos a las Administraciones Públicas		6,7	6,5	15,5	17,8	14,0	12,5
Crédito al sector privado		0,2	0,8	1,5	2,0	2,2	2,2
Préstamos al sector privado		0,2	0,9	1,7	2,4	2,5	2,6
Préstamos al sector privado ajustados por ventas y titulaciones		0,2	1,0	2,0	2,8	2,8	2,9
Pasivos financieros a más largo plazo (excluidos capital y reservas)		4,5	2,6	2,7	2,8	2,9	3,0

Fuente: BCE.

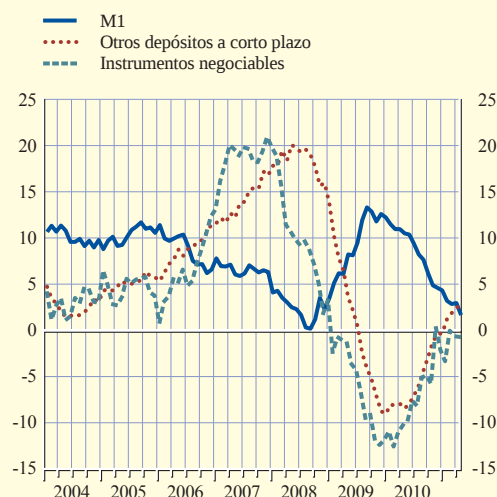
1) A fin del último mes disponible. Pueden producirse discrepancias, debido al redondeo.

dos años, volvieron a aumentar ligeramente en el primer trimestre de 2011, al igual que el diferencial con respecto al tipo de interés al que se remuneran los depósitos a la vista. Esta mayor inclinación de la pendiente de la curva de rendimientos a los plazos más cortos continuó propiciando desplazamientos de los depósitos a la vista hacia otros depósitos de M3 mejor remunerados.

La tasa de crecimiento interanual de los instrumentos negociables aumentó hasta el -1,6% en el primer trimestre de 2011, desde el -3% del cuarto trimestre de 2010, y se situó en el -0,7% en abril. Este incremento se debió, en gran parte, al significativo avance de la tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones hasta dos años desde el cuarto trimestre de 2010, que continuó en abril, cuando la tasa recuperó niveles positivos. En cambio, las tasas de crecimiento interanual de los otros dos subcomponentes de los instrumentos negociables se mantuvieron estables, en general, en el primer trimestre de 2011, aunque pueden detectarse algunas señales de convergencia en las tasas de crecimiento intermensual de marzo y abril, con descensos en la tasa de crecimiento interanual (muy positiva) de las cesiones temporales y aumentos en la tasa de crecimiento interanual (todavía notablemente negativa) de las participaciones en fondos del mercado monetario, que se mantiene negativa debido al alto grado de sensibilidad de estos instrumentos a los reducidos niveles de

Gráfico I Principales componentes de M3

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



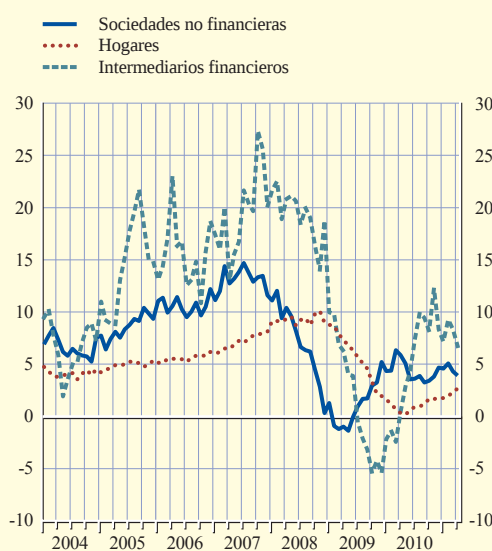
Fuente: BCE.

remuneración en comparación con otros activos. La evolución de las cesiones temporales siguió estando afectada por las operaciones interbancarias realizadas a través de entidades de contrapartida central, que disminuyeron en el primer trimestre de 2011, tras los fuertes ascensos registrados en el cuarto trimestre de 2010.

La tasa de crecimiento interanual de los depósitos de M3, que incluyen los depósitos a corto plazo y las cesiones temporales, y que constituyen el agregado monetario más amplio para el que se dispone de información fiable por sectores, se situó en el 3,5% en abril, prácticamente sin variación con respecto al primer trimestre de 2011, pero en consonancia con el aumento gradual observado desde mediados de 2010 (véase gráfico 12). Desde enero de 2011, el incremento de la tasa de crecimiento interanual de los depósitos de M3 ha estado impulsado, principalmente, por la mayor contribución de los depósitos de los hogares, que puede ser consecuencia, en cierta medida, del crecimiento más intenso de la renta disponible de este sector. En cambio, en el mismo período, las contribuciones de las sociedades no financieras y de los intermediarios financieros se han mantenido estables, en promedio, a pesar de exhibir una volatilidad notable a corto plazo.

Gráfico 12 Depósitos a corto plazo y cesiones temporales

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



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

PRINCIPALES CONTRAPARTIDAS DE M3

En cuanto a las contrapartidas de M3, la tasa de crecimiento interanual del crédito total concedido por las IFM a residentes en la zona del euro aumentó nuevamente hasta situarse en el 3,7% en el primer trimestre de 2011, frente al 3,3% del cuarto trimestre de 2010, antes de caer ligeramente, hasta el 3,2%, en abril (véase cuadro 1). Estos resultados enmascaran una evolución divergente de los distintos subcomponentes, ya que la tasa de crecimiento interanual del crédito de las IFM al sector privado continuó incrementándose gradualmente (aunque se mantuvo en niveles reducidos), mientras que la del crédito de las IFM a las Administraciones Públicas siguió descendiendo (pese a que permaneció en niveles elevados). El impacto de la financiación de las transferencias de activos a «bancos malos» continuará apreciándose en la tasa de crecimiento interanual del crédito a las Administraciones Públicas hasta septiembre de 2011.

La tasa de crecimiento interanual del crédito otorgado por las IFM al sector privado aumentó de nuevo, hasta situarse en el 2,2% en abril, frente al 2% del primer trimestre de 2011 y el 1,5% del cuarto trimestre de 2010. La tasa de crecimiento interanual de las tenencias de valores del sector privado en manos de las IFM continuó disminuyendo (-1,4% en abril), también debido a que las operaciones de titulización retenidas fueron relativamente escasas en los últimos meses. La tasa de crecimiento interanual de las tenencias de acciones y otras participaciones por parte de las IFM volvió a incrementarse notablemente en los cuatro primeros meses de 2011 y se situó en el 4,5% en abril.

La tasa de crecimiento interanual de los préstamos otorgados por las IFM al sector privado —el principal componente del crédito a este sector— mantuvo su moderada tendencia al alza, ascendiendo hasta

el 2,6% en abril, desde el 2,4% registrado en el primer trimestre de 2011 y el 1,7% del cuarto trimestre de 2010 (véase cuadro 1). Por tanto, la recuperación observada desde comienzos de 2010 en la dinámica de los préstamos al sector privado continúa, aunque de forma gradual. El ajuste por las operaciones de titulización sigue sugiriendo que su impacto en el crecimiento interanual de los préstamos de las IFM al sector privado es solo limitado (como ha sido el caso desde principios de 2010), ya que los datos ajustados muestran un nivel de crecimiento ligeramente más elevado, pero no un cambio significativo en el perfil.

La recuperación progresiva de la tasa de crecimiento interanual de los préstamos al sector privado observada en los cuatro primeros meses de 2011 fue generalizada en los distintos sectores, y siguió estando impulsada, principalmente, por los préstamos a los hogares, cuya tasa de crecimiento interanual ascendió hasta el 3,1% en el primer trimestre de 2011, frente al 2,8% del cuarto trimestre de 2010, y se situó en el 3,4% en abril. La tasa de crecimiento interanual de los préstamos a las sociedades no financieras pasó a niveles positivos y se situó en el 0,5% en el primer trimestre de 2011, frente al -0,4% del cuarto trimestre de 2010, alcanzando el 1% en abril. La tasa de crecimiento interanual de los préstamos a los intermediarios financieros no monetarios distintos de los fondos de pensiones y las empresas de seguros volvió a aumentar en el primer trimestre de 2011, aunque el nivel observado en abril fue inferior a la media del primer trimestre.

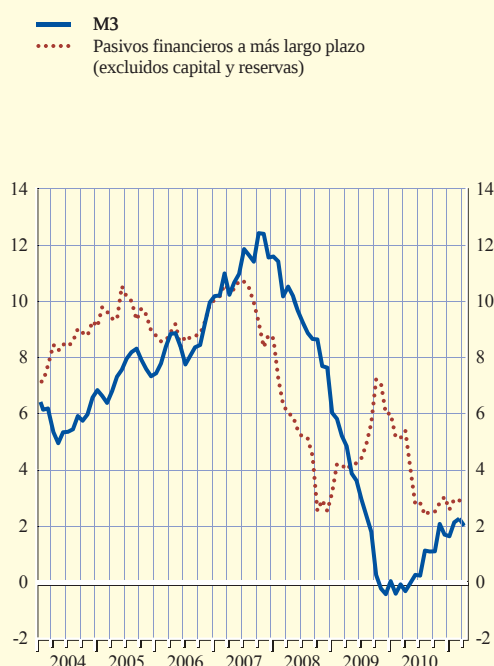
Después de la aparente estabilización a finales de 2010 y principios de 2011, la tasa de crecimiento interanual de los préstamos de las IFM a los hogares aumentó ligeramente, hasta situarse en el 3,4% tanto en marzo como en abril. Esta evolución siguió ocultando diferencias en las tasas de crecimiento de los distintos tipos de préstamo. La tasa de crecimiento interanual de los préstamos para adquisición de vivienda se mantuvo considerablemente positiva y se incrementó gradualmente, hasta situarse en el 4,5% en abril, mientras que el crecimiento interanual del crédito al consumo continuó siendo negativo y pareció estabilizarse en los cuatro primeros meses de 2011. El mayor dinamismo de los préstamos para adquisición de vivienda sigue reflejando la recuperación progresiva observada en algunos mercados de la vivienda de la zona del euro. El crédito al consumo mantiene una evolución moderada (para más detalles, véase la sección 2.7).

La tasa de crecimiento interanual de los préstamos otorgados a las sociedades no financieras continuó siendo reducida en los cuatro primeros meses del año, pero siguió incrementándose de forma constante, confirmando la recuperación gradual observada desde el segundo trimestre de 2010. Este aumento del endeudamiento es acorde con las regularidades del ciclo económico y refleja la mejora de la confianza empresarial, así como un incremento progresivo de la tasa de crecimiento interanual de la formación bruta de capital fijo. Al mismo tiempo, aunque los niveles de endeudamiento de estas sociedades han ido disminuyendo de forma paulatina desde principios de 2009, permanecen relativamente altos en términos históricos. Por tanto, las sociedades pueden sentirse reacias a aumentar significativamente su demanda de préstamos, en un intento por controlar, y posiblemente reducir más, sus niveles de deuda, haciendo, en su lugar, un mayor uso de los fondos internos disponibles.

Con respecto a las demás contrapartidas de M3, la tasa de crecimiento interanual de los pasivos financieros a más largo plazo de las IFM (excluidos capital y reservas) se situó en el 3% en abril, lo que representa un ligero incremento con respecto al 2,8% del primer trimestre de 2011 y el 2,7% registrado en el cuarto trimestre de 2010 (véase gráfico 13). De los principales instrumentos, la tasa de crecimiento interanual de los depósitos a más largo plazo que obran en poder del sector tenedor de dinero mantuvo la tendencia general a la baja en los cuatro primeros meses de 2011, posiblemente como consecuencia del menor atractivo de estos depósitos en comparación con otras formas de inversión

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

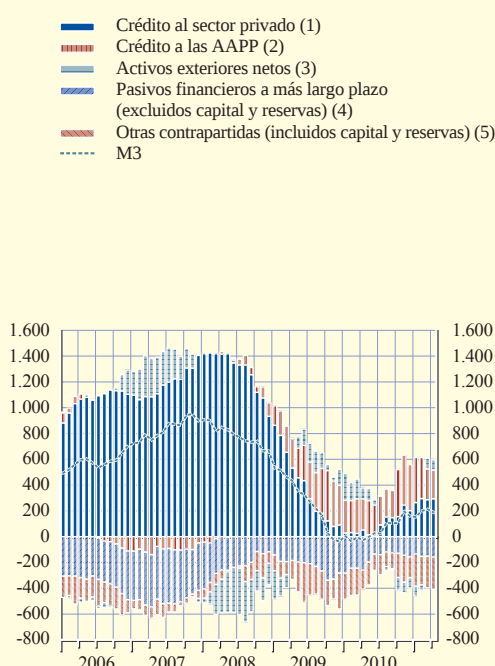
(tasas de variación interanual; datos ajustados de efectos estacionales y de calendario)



Fuente: BCE.

Gráfico 14 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.

financiera (como los fondos de renta variable), pero también, en parte, como consecuencia de la limitada actividad de titulaciones observada en los últimos meses. En cambio, la tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones a más de dos años siguió en ascenso.

Por último, la posición acreedora neta frente al exterior de las IFM registró entradas interanuales por valor de 79 mm de euros en abril. Este dato prácticamente no varió con respecto a marzo, pero representa un aumento en comparación con las salidas observadas en el primer trimestre de 2011, lo que sugiere que la recuperación observada en la posición de esta contrapartida desde el último trimestre de 2010 ha continuado (véase gráfico 14). La mejora registrada en la posición acreedora neta frente al exterior en los cuatro primeros meses de 2011 obedeció nuevamente al hecho de que el descenso acumulado de los pasivos exteriores (principalmente en forma de depósitos) fue superior a la caída acumulada de los activos exteriores.

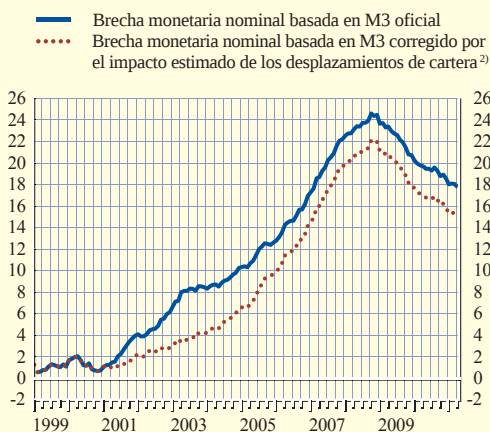
VALORACIÓN GENERAL DE LA SITUACIÓN DE LIQUIDEZ MONETARIA EN LA ZONA DEL EURO

La evolución de las brechas monetarias nominal y real sugiere que el volumen de liquidez monetaria en la zona del euro volvió a reducirse ligeramente en el primer trimestre de 2011 y en abril con respecto a los elevados niveles que registraba, manteniendo la tendencia observada desde principios de 2009 (véanse gráficos 15 y 16). Estas medidas de la liquidez deben interpretarse con cautela, ya que se basan en una evaluación de los saldos monetarios de equilibrio, que entraña una incertidumbre considerable.

Pese a estas matizaciones, las medidas apuntan a una clara acumulación de liquidez monetaria en los años anteriores al comienzo de la crisis financiera, siendo poco probable que el período de crecimiento moderado de M3 observado desde finales de 2008 haya corregido por completo la liquidez previamente acumulada. Para una valoración de las posibles implicaciones de la corrección de la liquidez monetaria acumulada, véase el recuadro 3, titulado «Crecimiento del agregado monetario amplio de la zona del euro y corrección de la liquidez acumulada».

Gráfico 15 Estimaciones de la brecha monetaria nominal¹⁾

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



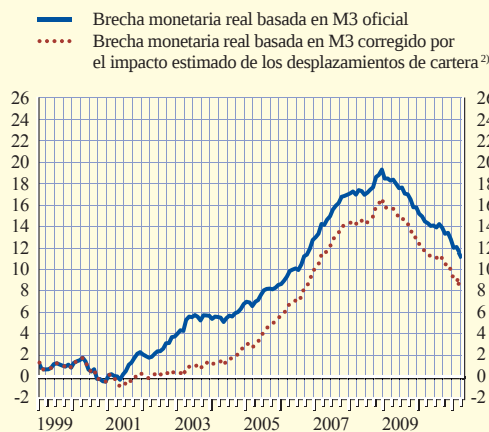
Fuente: BCE.

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

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

Gráfico 16 Estimaciones de la brecha monetaria real¹⁾

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



Fuente: BCE.

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

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

Recuadro 3

CRECIMIENTO DEL AGREGADO MONETARIO AMPLIO DE LA ZONA DEL EURO Y CORRECCIÓN DE LA LIQUIDEZ ACUMULADA

El aumento paralelo del crecimiento interanual de M3 y de una gama de medidas de la expansión monetaria subyacente indica que el crecimiento monetario está experimentando una recuperación gradual y persistente (véase gráfico A). Este incremento del crecimiento interanual de M3 ha ido acompañado de un fortalecimiento de los préstamos al sector privado, lo que proporciona una confirmación de carácter cualitativo de que el ritmo de crecimiento monetario subyacente es más intenso. La valoración de que el crecimiento monetario y del crédito está aumentando progresivamente queda confirmada, en líneas generales, por los datos de abril de 2011.

En la coyuntura actual, una cuestión fundamental es si el nivel de crecimiento de los agregados monetarios, que sigue siendo más bajo que el crecimiento actual de la renta nominal, debe considerarse reducido. Si se tienen en cuenta las relaciones de adelanto o de retardo entre las series monetarias respectivas y la actividad económica, se observa que, actualmente, la evolución monetaria es acorde con las regularidades del ciclo económico. En particular, las tasas de crecimiento de M3 y de los préstamos al sector privado están evolucionando en consonancia con la reciente mejora de la actividad económica. Al mismo tiempo, el crecimiento de M3 sería más pronunciado si no se viera moderado por la corrección de la liquidez acumulada, que, pese a algún ajuste a la baja, sigue siendo abundante. En este recuadro se sostiene que la evolución del crecimiento monetario debe complementarse con una valoración del volumen de liquidez monetaria para garantizar un análisis exhaustivo de los riesgos a medio plazo para la estabilidad de precios.

La corrección de la liquidez monetaria acumulada se está produciendo de manera gradual

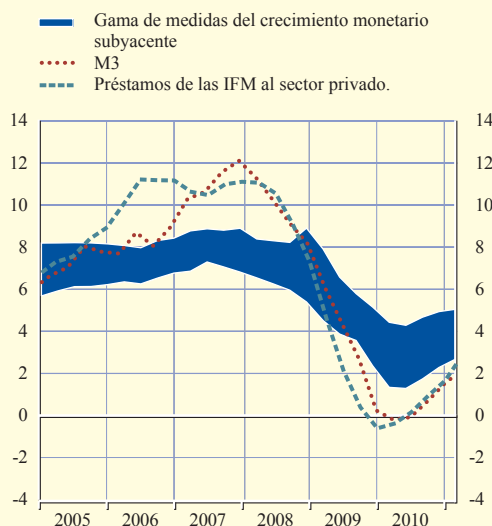
La velocidad de circulación del dinero queda definida por la relación entre los saldos monetarios y el gasto nominal. Una acumulación excesiva de liquidez monetaria queda reflejada en que la velocidad de circulación se desvía de su tendencia de largo plazo.

Tras episodios de crecimiento negativo del PIB real, la velocidad de circulación tiende a aumentar en la zona del euro, ya que el exceso de liquidez acumulado se reduce para compensar el gasto nominal extraordinario. Este fenómeno se ilustra en el gráfico B, que muestra la velocidad de circulación de M3 durante tres periodos, 1981-1985, 1991-1995 y 2007-2011, normalizada sobre la base de los valores observados en el último trimestre de crecimiento intertrimestral negativo del PIB real en cada uno de estos periodos. Si se considera el episodio actual, durante el período de la crisis comprendido entre el tercer trimestre de 2008 y el tercer trimestre de 2009, la disminución de la velocidad fue más acusada que en episodios anteriores. Desde el tercer trimestre de 2009, la velocidad ha aumentado con mayor rapidez que en los periodos previos, ya que parte de la liquidez acumulada se ha corregido. Durante el episodio del período 1991-1995, la velocidad aumentó durante seis trimestres antes de reanudar su tendencia a la baja. En el episodio actual, queda por ver cuándo reanudará su tendencia a la baja la velocidad de circulación, que ha aumentado durante los siete últimos trimestres. En la coyuntura actual, el nivel del exceso de liquidez acumulada ha disminuido menos y sigue siendo más elevado que en el episodio del período 1991-1995.

Existen diversas formas de ilustrar los desequilibrios existentes actualmente entre la oferta monetaria o de crédito y la actividad económica. En el gráfico C se presenta una selección de medidas que deben interpretarse con cautela, ya que se basan en una valoración de las relaciones de equilibrio. Todas

Gráfico A M3 y M3 subyacente

(tasas de variación interanual)

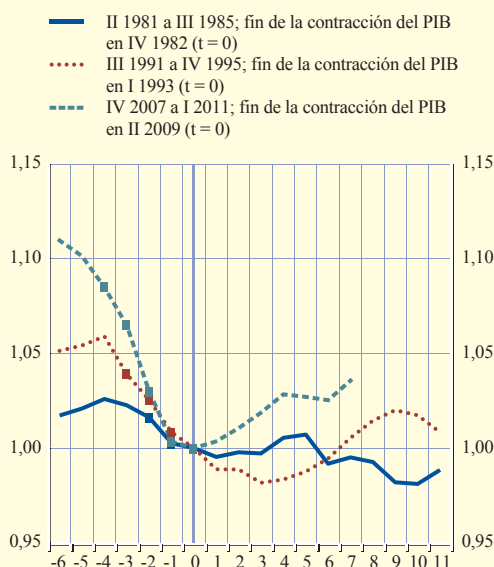


Fuentes: BCE y cálculos del BCE.

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

Gráfico B Velocidad de circulación de M3 en episodios de crecimiento negativo del PIB real

(datos trimestrales; índice: último trimestre de crecimiento intertrimestral negativo del PIB real = 1)

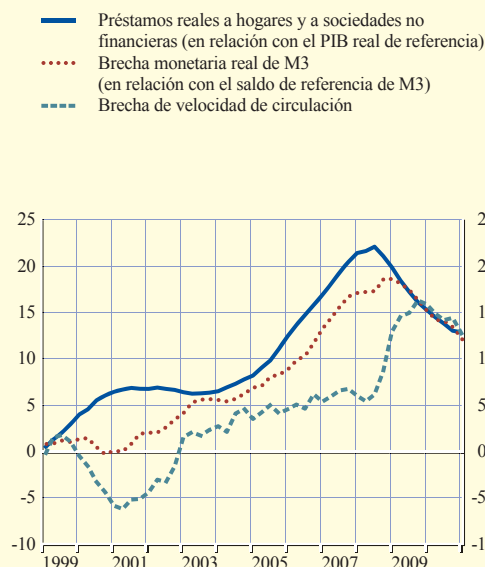


Fuente: Estimaciones del BCE.

Notas: Los episodios se definen de forma que abarcan al menos dos trimestres consecutivos de crecimiento intertrimestral negativo del PIB real. Los cuadrados indican trimestres de crecimiento intertrimestral negativo del PIB real. La velocidad se normaliza a 1 en el último trimestre de crecimiento negativo del PIB real, que se indica con 0 en el eje de abscisas.

Gráfico C Diversas medidas del exceso de liquidez monetaria

(puntos porcentuales)



Fuente: Estimaciones del BCE.

Notas: La brecha de velocidad de circulación se calcula como la ratio entre la velocidad real inversa y la inversa de la velocidad a largo plazo que varía con el tiempo obtenida utilizando el modelo empleado por Beyer (véase el documento a que se hace referencia en la nota a pie 1). La brecha monetaria real se define como la diferencia existente entre el nivel efectivo de M3, deflactado por el IAPC, y el nivel de M3, en términos reales, que habría resultado de un crecimiento nominal constante de este agregado monetario igual al valor de referencia (4,5 %), y de una tasa de inflación, medida por el IAPC, compatible con la definición de estabilidad de precios del BCE, tomando diciembre de 1998 como período base. El PIB real de referencia se calcula utilizando una tasa de crecimiento interanual de 2%, tomando diciembre de 1998 como período base.

ellas indican que la disminución de la liquidez acumulada ha sido limitada en los últimos trimestres. Es poco probable que esta disminución reciente haya provocado una corrección total de dicha liquidez acumulada, ya que, más bien, las diversas medidas sugieren que sigue siendo necesario un ajuste significativo. En última instancia, el exceso de liquidez puede corregirse: i) a través de un crecimiento monetario y del crédito más lento (es decir, mediante una reducción de la creación de saldos financieros asociados al proceso de desapalancamiento de los sectores financiero, público y privado); ii) en un escenario completamente opuesto, a través de un mayor crecimiento del PIB nominal (ya que la liquidez respalda la demanda agregada y, en última instancia, la inflación), o iii) mediante una combinación de ambas posibilidades.

Una medida del exceso de liquidez monetaria basada en un modelo, la brecha de velocidad de circulación, puede construirse utilizando la velocidad real y una velocidad a largo plazo que varía con el tiempo basada en las estimaciones del modelo¹. Como se muestra en el gráfico C, esta medida indica,

1 Una medida empírica de la velocidad a largo plazo puede obtenerse, entre otros métodos, a partir de un diferencial de tipos de interés —medido como la diferencia entre el tipo de interés a corto plazo del mercado monetario y el tipo de interés al que se remunera M3— y la acumulación de la riqueza inmobiliaria real. Véase A. Beyer, «A stable model for euro area money demand: revisiting the role of wealth», *Working Paper Series*, n.º 1111, BCE, Fráncfort del Meno, noviembre de 2009.

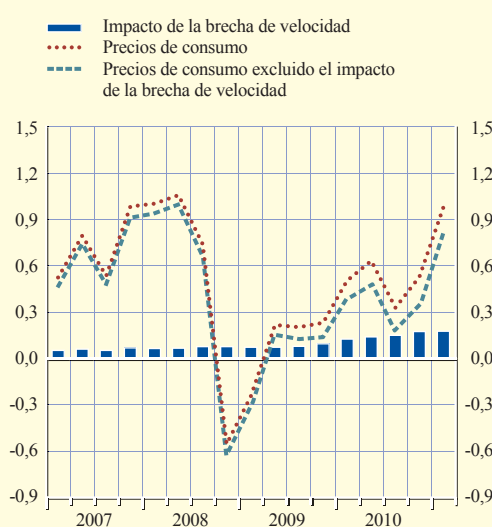
asimismo, que el exceso de liquidez monetaria que se ha acumulado gradualmente en la zona del euro desde finales de 2003 se ha corregido, en parte, en los últimos trimestres.

Impacto actual de la liquidez acumulada sobre la inflación medida por los precios de consumo

Los indicadores de inflación que se basan únicamente en la evolución del crecimiento monetario no toman en consideración el impacto que el exceso de liquidez acumulada puede tener sobre la evolución futura de los precios². Las medidas del exceso de liquidez también pueden proporcionar información importante sobre dicha evolución, como sugieren algunos estudios empíricos. El modelo en el que se basa la cuantificación que se presenta en el gráfico D es una variante del «enfoque P-star», que ha ocupado un papel destacado en la literatura económica al describir las propiedades del dinero como indicador adelantado de la inflación³. En este ejercicio, el exceso de liquidez monetaria se cuantifica a través de la brecha de velocidad estimada descrita anteriormente. Según esta medida, la contribución estimada del exceso de liquidez monetaria a la inflación medida por los precios de consumo es positiva, lo que indica que la liquidez acumulada ha ejercido presiones al alza sobre la inflación en la zona del euro durante la crisis financiera (véase gráfico D). Los resultados de este análisis deben considerarse indicativos, dado que aportan una idea general de la dirección y la magnitud de la evolución, y no pueden aplicarse mecánicamente para calcular los riesgos a medio plazo para la estabilidad de precios.

Gráfico D Impacto de la brecha de velocidad sobre la inflación medida por los precios de consumo

(tasas de variación intertrimestral; contribuciones en puntos porcentuales)



Fuente: Estimaciones del BCE.

Conclusiones

En general, la liquidez monetaria de la zona del euro sigue siendo abundante, pese a que se ha observado cierto ajuste a la baja. Al mismo tiempo, la ratio crédito/renta sigue siendo elevada, tanto en el caso de los hogares como en el de las sociedades no financieras. La valoración general sigue apuntando a la necesidad de que continúe la absorción de liquidez. Por tanto, la corrección del exceso de liquidez puede continuar moderando el crecimiento monetario y del crédito. En este caso, las reducidas tasas de crecimiento monetario y del crédito reflejarían el ajuste que se está produciendo hacia un nivel monetario y de crédito en relación con el producto que sea sostenible a largo plazo.

Al mismo tiempo, en un contexto de recuperación de la confianza en la economía y de fortalecimiento de la demanda, el ajuste de la liquidez acumulada puede generar presiones sobre los precios en los mercados de activos y de productos, incluso con unas tasas reducidas de crecimiento monetario.

² Véase L. Papademos y J. Stark (eds.), *Enhancing monetary analysis*, capítulo 4, BCE, Fráncfort del Meno, 2010.

³ Para más detalles, véase el recuadro 3 del artículo titulado «Análisis monetario en tiempo real», *Boletín Mensual*, BCE, Fráncfort del Meno, octubre de 2004; J. J. Hallman, R. D. Porter y D. H. Small, «Is the price level tied to the M2 monetary aggregate in the long run?», *American Economic Review*, 81 (4), 1991, pp. 841-858; S. Gerlach y LEO. Svensson «Money and inflation in euro area: A case for monetary indicators?», *Journal of Monetary Economics*, 50, 2003, pp. 1649-1672; y C. Trecroci y J. L. Vega «The information content of M3 for future inflation», *Weltwirtschaftliches Archiv*, 138 (1), 2002, pp. 22-53.

En general, analizando más allá de la evolución a corto plazo, los datos más recientes continúan apuntando a un incremento gradual de la tasa de crecimiento monetario subyacente, como confirma el aumento, moderado pero persistente, del crecimiento del agregado monetario amplio y de los préstamos al sector privado. Al mismo tiempo, la liquidez monetaria acumulada con anterioridad al período de tensiones en los mercados financieros continúa siendo abundante, y su corrección puede facilitar la acomodación de las presiones sobre los precios en la zona del euro.

2.2 INVERSIÓN FINANCIERA DE LOS SECTORES NO FINANCIEROS E INVERSORES INSTITUCIONALES

La tasa de crecimiento interanual de la inversión financiera total de los sectores no financieros aumentó hasta el 3,7% en el cuarto trimestre de 2010, debido casi en exclusiva al impacto de las operaciones relacionadas con un «banco malo». Los flujos de entrada interanuales en participaciones en fondos de inversión volvieron a disminuir durante el primer trimestre de 2011. La tasa de crecimiento interanual de la inversión financiera de las empresas de seguros y los fondos de pensiones se redujo de nuevo en el cuarto trimestre de 2010, principalmente a causa del menor recurso a formas indirectas de inversión financiera.

SECTORES NO FINANCIEROS

En el cuarto trimestre de 2010 (el más reciente para el que se dispone de datos), la tasa de crecimiento interanual de la inversión financiera total de los sectores no financieros aumentó hasta el 3,7%, desde el 3% del trimestre anterior (véase cuadro 3). Sin embargo, este ascenso fue consecuencia, principalmente, de la transferencia de activos (en su mayor parte valores distintos de acciones a largo plazo) a un «banco malo» clasificado dentro del sector de Administraciones Públicas. Por tanto, la contribución

Cuadro 3 Inversión financiera de los sectores no financieros de la zona del euro

	Saldo vivo, en porcentaje de los activos financieros ¹⁾	Tasas de crecimiento interanual									
		2008 III	2008 IV	2009 I	2009 II	2009 III	2009 IV	2010 I	2010 II	2010 III	2010 IV
Inversión financiera	100	3,8	3,9	3,6	3,7	3,7	2,8	2,8	2,9	3,0	3,7
Efectivo y depósitos	23	5,8	7,0	7,5	7,0	6,0	3,4	1,9	1,7	2,2	3,1
Valores distintos de acciones, excluidos derivados financieros	6	2,3	5,2	4,2	1,6	0,0	-3,6	-3,8	0,3	0,6	8,4
De los cuales: A corto plazo	0	-2,2	9,3	-23,3	-34,0	-42,9	-48,0	-34,8	-20,7	-2,5	-17,3
De los cuales: A largo plazo	5	3,0	4,6	8,7	7,2	6,8	3,6	0,4	2,9	0,9	10,8
Acciones y otras participaciones, excluidas participaciones en fondos de inversión	29	2,9	3,7	4,0	4,7	4,8	3,2	3,1	2,1	1,8	2,2
De las cuales: Acciones cotizadas	7	4,5	3,8	4,6	5,0	6,3	6,4	6,9	2,5	0,4	1,7
De las cuales: Acciones no cotizadas y otras participaciones	23	2,3	3,6	3,8	4,5	4,3	2,4	2,3	2,0	2,3	2,4
Participaciones en fondos de inversión	5	-4,7	-5,6	-4,3	-3,2	-1,6	0,5	-1,0	-2,7	-2,6	-2,1
Reservas técnicas de seguro	15	3,2	2,4	2,7	3,0	3,5	4,5	5,1	4,8	4,6	4,3
Otros ²⁾	22	6,5	4,5	1,4	1,8	2,1	2,8	4,7	5,8	6,1	5,9
M3 ³⁾		8,7	7,6	5,2	3,6	1,8	-0,4	-0,1	0,3	1,1	1,7

Fuente: BCE.

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

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

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

de la inversión en valores distintos de acciones se incrementó significativamente, tras haber sido escasa o incluso negativa en los seis trimestres anteriores. En cuanto a los demás instrumentos, la aportación de la inversión en efectivo y depósitos aumentó moderadamente, mientras que las contribuciones de la inversión en acciones cotizadas y no cotizadas, en participaciones en fondos de inversión y en reservas técnicas de seguro se mantuvieron prácticamente sin variación.

El detalle por sectores no financieros confirma la importancia de las operaciones relacionadas con el citado «banco malo». Ciertamente, la acumulación de activos financieros por parte del sector público, principalmente en forma de valores distintos de acciones, explica la totalidad del incremento observado en la tasa de crecimiento interanual de la inversión financiera total en el cuarto trimestre de 2010. En cambio, las contribuciones de la inversión financiera de los hogares y de las sociedades no financieras apenas variaron (véase gráfico 17).

Para obtener información más detallada sobre la evolución de la inversión financiera del sector privado, véanse las secciones 2.6 y 2.7.

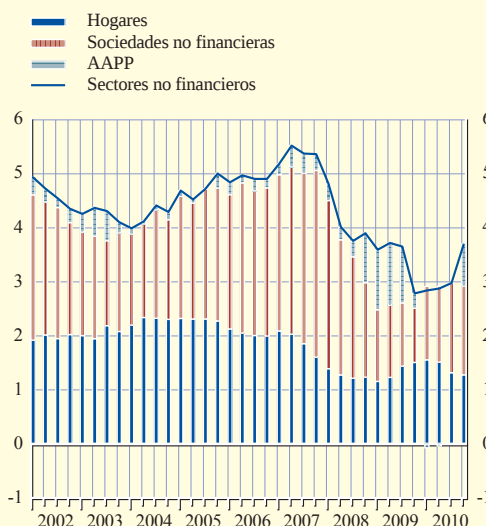
INVERSORES INSTITUCIONALES

Las estadísticas armonizadas de la zona del euro sobre fondos de inversión indican que los flujos de entrada interanuales en participaciones en fondos de inversión (excluidos los fondos del mercado monetario) volvieron a reducirse hasta situarse en 254 mm de euros en el primer trimestre de 2011, frente a los 345 mm de euros del trimestre anterior. Su tasa de crecimiento interanual disminuyó en consecuencia, desde el 6,9% del cuarto trimestre de 2010 hasta el 4,8%. El desglose por política de inversión muestra que el descenso observado en los flujos de entrada interanuales se debió, principalmente, a las menores entradas en fondos de renta fija, aunque la reducción de las entradas en otros fondos y en fondos de renta variable también influyó (véase gráfico 18). Esta evolución sugiere que la intensificación de las tensiones en algunos mercados de deuda soberana está frenando las entradas interanuales en fondos de inversión. Los flujos de entrada interanuales en fondos mixtos se mantuvieron prácticamente sin variación, mientras que las salidas interanuales de fondos del mercado monetario experimentaron un moderado descenso.

Sin embargo, los datos intertrimestrales revelan que el impacto de las citadas tensiones en los mercados de deuda soberana puede haberse atenuado ligeramente en el primer trimestre de 2011. De hecho, los fondos de renta fija fueron de nuevo los que más contribuyeron, con una tercera parte del total, a los flujos de entrada intertrimestrales, por valor de 55 mm de euros, en participaciones en fondos de inversión (excluidos los fondos del mercado monetario). Los fondos mixtos y otros fondos representaron aproximadamente una cuarta parte cada uno de las entradas trimestrales totales, correspondiendo el resto a los fondos de renta variable.

Gráfico 17 Inversión financiera de los sectores no financieros

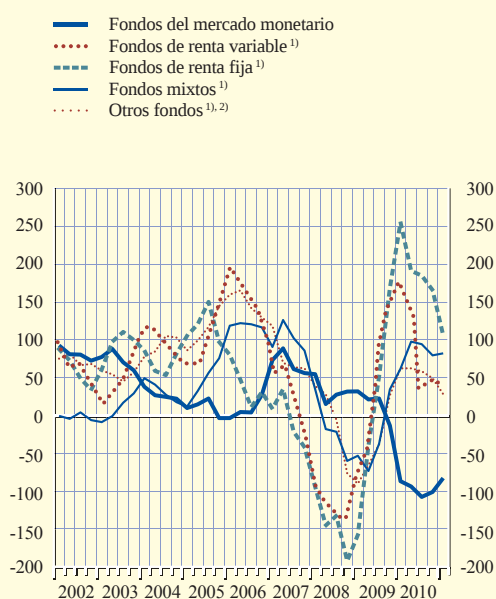
(tasas de variación interanual; en puntos porcentuales)



Fuente: BCE.

Gráfico 18 Flujos netos anuales de entrada en fondos del mercado monetario y en fondos de inversión

(mm de euros)



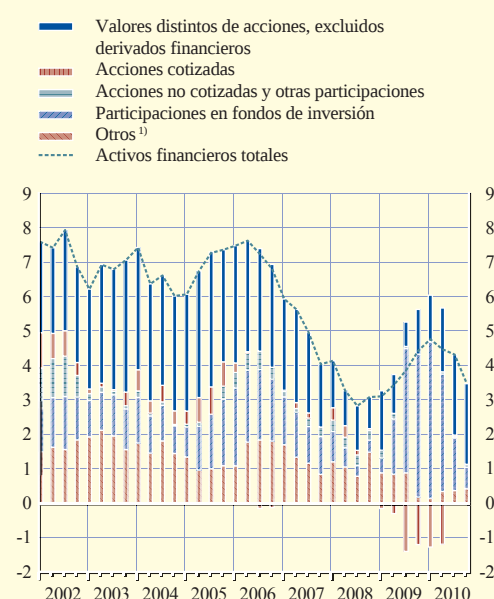
Fuentes: BCE y EFAMA.

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

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

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

(tasas de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales)



Fuente: BCE.

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

La tasa de crecimiento interanual de la inversión financiera total realizada por las empresas de seguros y los fondos de pensiones disminuyó en el cuarto trimestre de 2010 por segundo trimestre consecutivo y se situó en el 3,5%, frente al 4,3% del trimestre anterior (véase gráfico 19). Esta evolución volvió a estar determinada por un descenso de la inversión en participaciones en fondos de inversión. Las contribuciones del resto de instrumentos prácticamente no variaron. En conjunto, estos resultados sugieren que las empresas de seguros y los fondos de pensiones siguen reequilibrando sus carteras, favoreciendo la inversión directa en los mercados de capitales.

2.3 TIPOS DE INTERÉS DEL MERCADO MONETARIO

Los tipos de interés del mercado monetario aumentaron de nuevo en el período comprendido entre marzo y junio de 2011, como consecuencia de las expectativas de subidas de tipos de interés antes y después de que el Consejo de Gobierno decidiera incrementar los tipos de interés oficiales del BCE en 25 puntos básicos el 7 de abril de 2011, así como de la propia decisión, que se hizo efectiva a partir de la primera operación principal de financiación liquidada el 13 de abril de 2011. Al mismo tiempo, la volatilidad de los tipos de interés del mercado monetario se mantuvo elevada en el período de referencia, prácticamente sin variación con respecto al período de tres meses anterior.

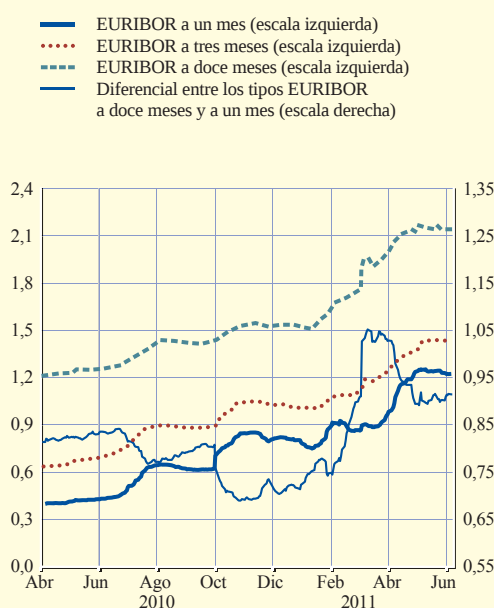
Los tipos de interés del mercado monetario sin garantías aumentaron en todos los plazos de vencimiento durante el período analizado, continuando así la tendencia al alza observada desde principios del año en curso. El 8 de junio de 2011, los tipos EURIBOR a un mes, a tres meses, a seis meses y a doce meses se situaron en el 1,24%, el 1,45%, el 1,73% y el 2,15%, respectivamente, esto es, 37, 36, 35 y 38 puntos básicos, respectivamente, por encima de los niveles observados el 1 de marzo de 2011. 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, el 8 de junio se situó en 91 puntos básicos, prácticamente sin cambios con respecto al nivel observado el 1 de marzo (véase gráfico 20).

A pesar de cierta volatilidad, los tipos de interés del mercado monetario con garantías aumentaron en conjunto durante el período analizado, continuando con la tendencia general al alza observada desde mayo de 2010 (véase gráfico 21). El tipo *swap* del EONIA a tres meses se situó en el 1,26% el 8 de junio, alrededor de 42 puntos básicos por encima del nivel registrado el 1 de marzo. La subida del correspondiente EURIBOR sin garantías fue menor que la del tipo *swap* con garantías, de forma que el diferencial entre los dos tipos se redujo desde los 26 puntos básicos del 1 de marzo hasta los 20 puntos básicos del 8 de junio. Asimismo, este diferencial se mantuvo volátil, pero, en general, pese a su volatilidad, también se redujo ligeramente en comparación con los niveles registrados hacia finales de 2010 y en los primeros meses de 2011. La evolución experimentada durante el período de referencia sugiere que la situación de los mercados financieros continuó mejorando ligeramente, mientras que la situación de liquidez pasó a estar más equilibrada.

El 8 de junio, 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 se situaron en el 1,49%, el 1,72% y el

Gráfico 20 Tipos de interés del mercado monetario

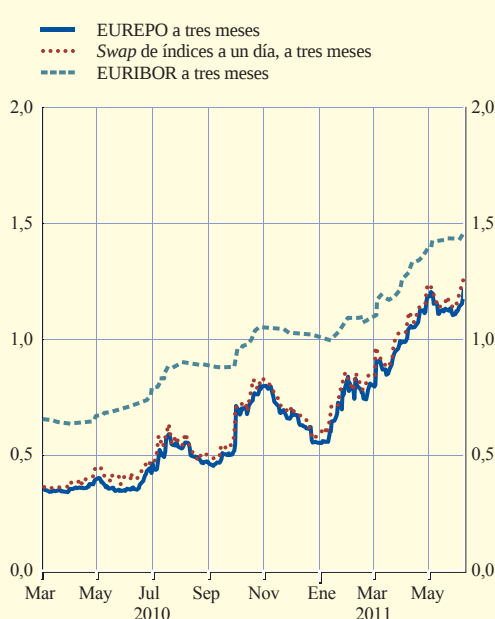
(porcentajes; puntos porcentuales; datos diarios)



Fuentes: BCE y Thomson Reuters.

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

(porcentajes; datos diarios)



Fuentes: BCE, Bloomberg y Thomson Reuters.

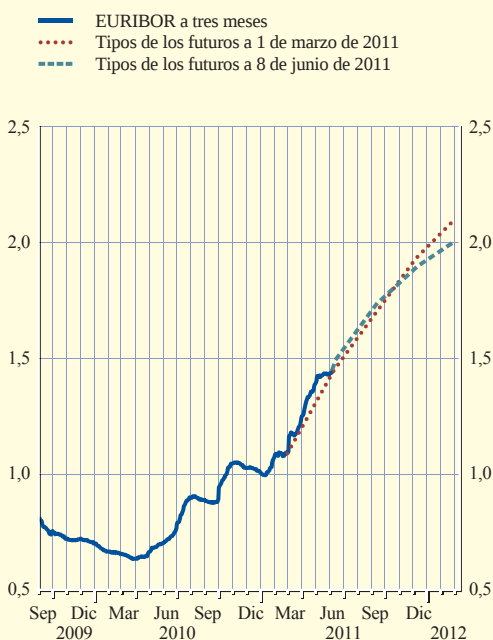
1,90%, respectivamente, lo que representa aumentos de 4 y 1 puntos básicos y un descenso de 3 puntos básicos, respectivamente, en comparación con los niveles observados el 1 de marzo (véase gráfico 22). Las volatilidades implícitas obtenidas de las opciones sobre futuros del EURIBOR a tres meses con plazo de vencimiento constante a tres, seis, nueve y doce meses se mantuvieron casi sin cambio en los tres últimos meses, pero se incrementaron ligeramente con respecto a los niveles observados a finales de 2010 y principios de 2011 (véase gráfico 23).

Si se considera el vencimiento a un día, la volatilidad del EONIA ha aumentado significativamente desde junio de 2010, siendo particularmente acusada a partir de finales de 2010 y manteniéndose elevada en el período analizado. En concreto, el EONIA se situó por encima del tipo principal de financiación durante unos días a finales de abril y principios de mayo y, posteriormente, cayó de forma pronunciada hasta situarse en niveles muy inferiores al tipo principal de financiación y, a pesar de algunas subidas ulteriores, permaneció por debajo del citado tipo. El 8 de junio, el EONIA se situó en el 1,07% (véase gráfico 24).

En el período de referencia, el BCE siguió prestando apoyo a los mercados monetarios realizando algunas operaciones para inyectar liquidez con vencimiento a una semana, un período de mantenimiento y tres meses. Las operaciones de inyección de liquidez del Eurosistema se llevaron a cabo aplicando procedimientos de subasta a tipo de interés fijo con adjudicación plena. Asimismo, el BCE llevó a cabo operacio-

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

(porcentajes; datos diarios)

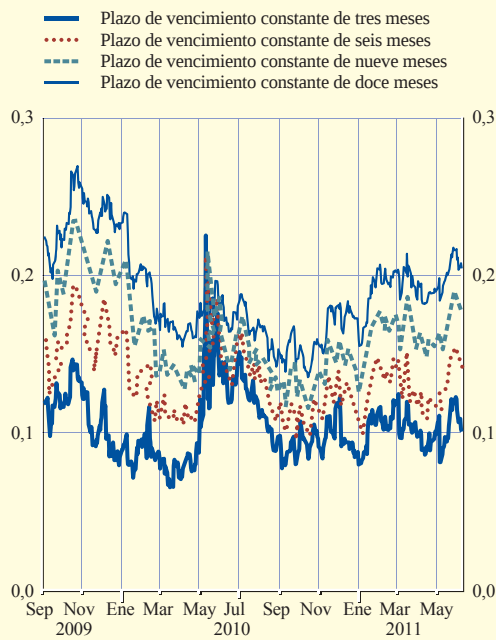


Fuente: Thomson Reuters.

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

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

(porcentajes; datos diarios)



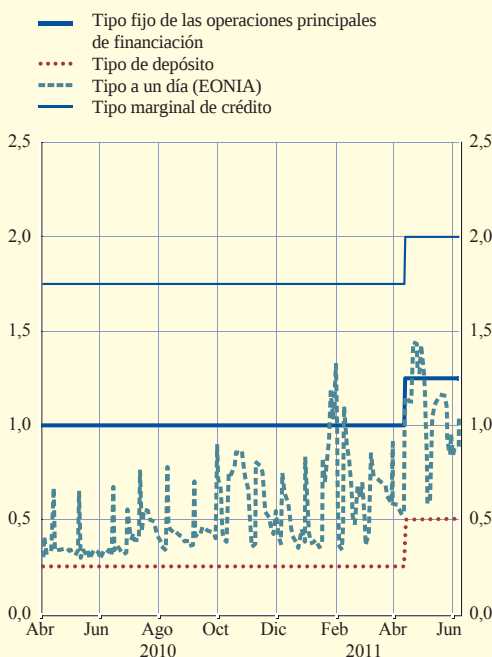
Fuentes: Thomson Reuters y cálculos del BCE.

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

nes semanales de absorción de liquidez a una semana, aplicando un procedimiento de subasta a tipo de interés variable, con tipos máximos de puja del 1% en el tercer período de mantenimiento del año y del 1,25% en el cuarto y quinto período de mantenimiento del año. Con estas operaciones de absorción de liquidez, el BCE ofreció absorber un volumen que se corresponde con el importe de las adquisiciones efectuadas en el marco del Programa para los Mercados de Valores, que ascendía a 75 mm de euros el 8 de junio. El exceso de liquidez en la zona del euro fue inferior en el tercer y cuarto período de mantenimiento del año que en los dos primeros períodos de mantenimiento de 2011. Para obtener más información sobre la situación de liquidez y las operaciones de política monetaria, véase el recuadro 4.

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

(porcentajes; datos diarios)



Fuentes: BCE y Thomson Reuters.

Recuadro 4

SITUACIÓN DE LIQUIDEZ Y OPERACIONES DE POLÍTICA MONETARIA EN EL PERÍODO COMPRENDIDO ENTRE EL 9 DE FEBRERO Y EL 10 DE MAYO DE 2011

En este recuadro se describe la gestión de la liquidez realizada por el BCE durante los períodos de mantenimiento de reservas que finalizaron el 8 de marzo, el 12 de abril y el 10 de mayo de 2011. Durante ese período, todas las operaciones de financiación en euros siguieron realizándose mediante procedimientos de subasta a tipo de interés fijo con adjudicación plena.

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

Necesidades de liquidez del sistema bancario

En el período considerado, las necesidades diarias agregadas de liquidez del sistema bancario —definidas como la suma de los factores autónomos, las exigencias de reservas y el exceso de reservas (es decir, los saldos en cuenta corriente por encima de las exigencias de reservas)— ascendieron, en promedio, a 474,7 mm de euros, lo que representó un descenso de 45,6 mm de euros con respecto a

la media diaria de los tres períodos de mantenimiento anteriores (es decir, el período comprendido entre el 10 de noviembre de 2010 y el 8 de febrero de 2011).

Esta evolución se debió, principalmente, a una nueva reducción de 44 mm de euros del valor medio de los factores autónomos, que se situó en 265 mm de euros. El valor medio de las exigencias de reservas disminuyó en 1,6 mm de euros, situándose en 209,7 mm de euros. El exceso de reservas diario se situó, en promedio, en 1,21 mm de euros, lo que representa un descenso con respecto a los 1,52 mm de euros de los tres períodos de mantenimiento anteriores (véase gráfico A).

Oferta de liquidez

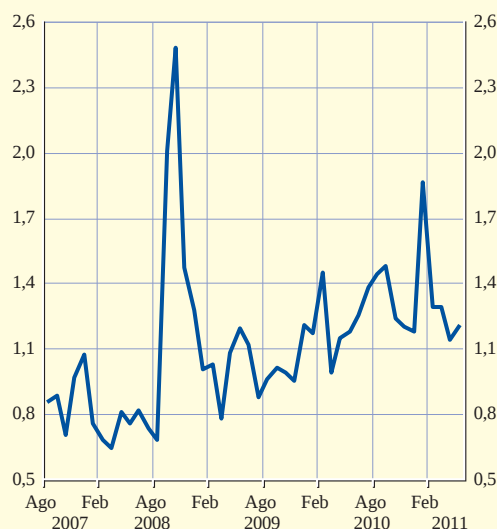
En el período considerado, la liquidez total proporcionada a través de operaciones de mercado abierto ascendió, en promedio, a 497,3 mm de euros, lo que supone un descenso de 77,1 mm de euros con respecto a los tres períodos de mantenimiento anteriores. Las operaciones de subasta¹ proporcionaron un promedio de 359,9 mm de euros.

En comparación con los tres períodos de mantenimiento anteriores, la liquidez proporcionada, en promedio, en las operaciones principales de financiación (OPF) a una semana se redujo en 76,6 mm de euros, situándose en 112,4 mm de euros. La liquidez aportada, en promedio, en las operaciones de financiación a plazo especial aumentó 9,2 mm de euros, hasta situarse en 76,4 mm de euros. De forma paralela, la liquidez proporcionada, en promedio, en las operaciones de financiación a plazo más largo (OFPML) a tres meses se incrementó 40,6 mm de euros, hasta 250 mm de euros. No obstante, a diferencia del período de referencia anterior, no hubo ninguna OFPML a un año viva, ya que la última operación, en la que se proporcionaron 96,9 mm de euros, venció el 23 de diciembre de 2010. En consecuencia, la liquidez total aportada con vencimiento de un período de mantenimiento y superior a un período solo aumentó 3,4 mm de euros en comparación con el anterior período considerado, y se situó en 326,4 mm de euros. En total, en las OPF y en las OFPML se proporcionaron 438,8 mm de euros, lo que contrasta con el máximo de casi 900 mm de euros de junio de 2010.

En conjunto, el programa de adquisiciones de bonos garantizados (CBPP, en sus siglas en inglés) y el programa para los mercados de valores proporcionaron, en promedio, liquidez por importe de 137,4 mm de euros. El programa de adquisiciones de bonos garantizados, que finalizó el 30 de junio de 2010, proporcionó 60,6 mm de euros, ligeramente por debajo de los 60,8 mm de euros del período de referencia anterior. El 6 de mayo de 2011, el importe neto de las adquisiciones liquidadas en el marco del programa para los mercados de valores se situó en 76,1 mm de euros, levemente por debajo de los 76,5 mm de euros registrados el 4 de febrero de 2011, ya que los importes que vencían superaron las nuevas adquisiciones.

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

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



Fuente: BCE

¹ Las operaciones de subasta comprenden las operaciones principales de financiación, las operaciones de financiación a plazo más largo y las operaciones de ajuste. Estas últimas pueden ser de inyección o de absorción de liquidez.

De modo paralelo, las operaciones semanales con vencimiento a una semana encaminadas a esterilizar la liquidez proporcionada mediante el programa para los mercados de valores absorbieron 75,4 mm de euros, en promedio, en el período de referencia, 1,4 mm de euros por debajo del importe medio previsto —76,8 mm de euros— debido a la insuficiencia de pujas en las operaciones del 26 de abril y el 3 de mayo de 2011. La liquidez absorbida mediante operaciones de ajuste con vencimiento a un día realizadas el último día de cada período de mantenimiento se situó, en promedio, en 105,9 mm de euros (véase gráfico B).

Uso de las facilidades permanentes

En general, el hecho de que la oferta de liquidez disminuyera en mayor medida que las necesidades de liquidez hizo que el exceso de liquidez descendiera hasta situarse, en promedio, en 22,6 mm de euros en el período considerado (frente a 54 mm de euros en el período de referencia anterior). Esto se tradujo en un menor recurso neto a la facilidad de depósito², que en promedio ascendió a unos 21,4 mm de euros. Por consiguiente, el recurso neto diario a la facilidad de depósito se redujo hasta situarse en niveles registrados por última vez en junio de 2009.

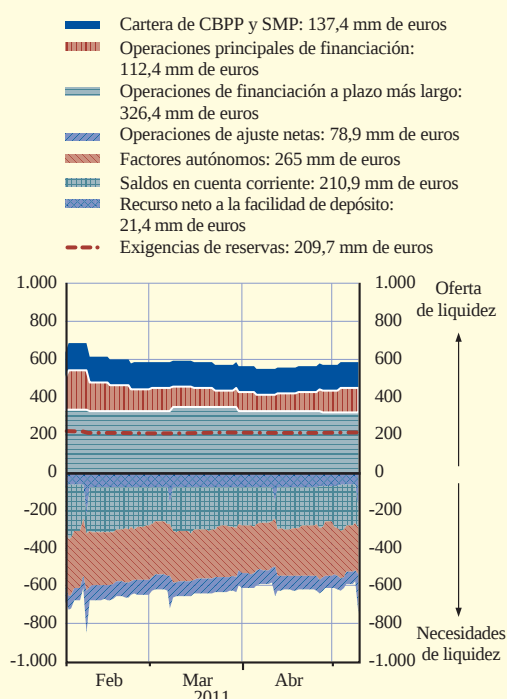
Tipos de interés

Los tipos de interés oficiales del BCE aumentaron 25 puntos básicos, con efecto a partir de la operación principal de financiación que se liquidó el 13 de abril de 2011. El tipo de interés de las operaciones principales de financiación se incrementó hasta situarse en el 1,25%; el de la facilidad marginal de crédito, hasta el 2%, y el de la facilidad de depósito, hasta el 0,5%.

Dado que la liquidez siguió siendo abundante en el período considerado, el EONIA se mantuvo, en general, por debajo del tipo de interés de las operaciones principales de financiación. Sin embargo, la reducción del exceso de liquidez se reflejó en una disminución del diferencial medio entre el tipo de interés de las citadas operaciones y el EONIA, que cayó hasta 27 puntos básicos, lo que supone un descenso con respecto a los 41 puntos básicos registrados en el período de referencia anterior. La volatilidad observada en el EONIA desde el comienzo de este año continuó en el período considerado. El EONIA fluctuó en una banda de entre 66 puntos básicos por debajo del tipo de las operaciones principales de financiación y 18 puntos básicos por encima de ese tipo, y esta volatilidad reflejó la situación de liquidez y de efectos de calendario.

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

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



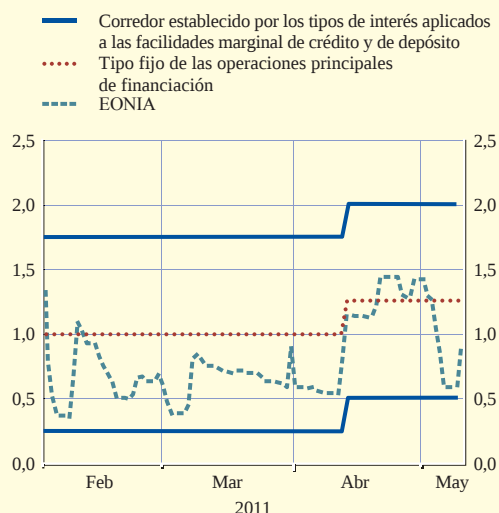
Fuente: BCE.

² El recurso neto a la facilidad de depósito es igual a la diferencia entre el recurso a la facilidad de depósito y el recurso a la facilidad marginal de crédito, incluidos los fines de semana.

En los dos primeros períodos de mantenimiento considerados, el EONIA mostró un patrón que seguía el ciclo de mantenimiento de reservas, situándose inicialmente en un nivel relativamente elevado, antes de disminuir gradualmente hacia el final del período de mantenimiento, cuando estaban a punto de cumplirse las exigencias de reservas (véase gráfico C). Aunque el período de mantenimiento comprendido entre el 13 de abril y el 10 de mayo empezó de manera similar, la situación de liquidez pasó a ser más restrictiva en la segunda semana del período de mantenimiento, como consecuencia de la estabilidad de la demanda de liquidez de las entidades de contrapartida en el contexto de aumentos temporales de los factores autónomos. Esto hizo que el EONIA aumentara hasta el 1,43% el 21 de abril. En los días siguientes se mantuvo por encima del tipo de las operaciones principales de financiación, reflejando la mayor demanda de liquidez durante las vacaciones de Semana Santa, y no retrocedió hasta el 0,6% hasta el final del período de mantenimiento, ya que la demanda de liquidez de las entidades de contrapartida se incrementó en las OPF posteriores.

Gráfico C El EONIA y los tipos de interés del BCE

(tipos de interés diarios en porcentaje)



Fuente: BCE.

2.4 MERCADOS DE RENTA FIJA

Entre finales de febrero y principios de junio, el rendimiento de la deuda pública a largo plazo con calificación crediticia AAA de la zona del euro y de Estados Unidos se redujo en torno a 10 puntos básicos y 50 puntos básicos, respectivamente, como resultado, principalmente, de la creciente preocupación de los mercados acerca de la fortaleza de la economía mundial y de la intensificación de las tensiones en algunos mercados de deuda soberana de la zona del euro. La volatilidad implícita de los mercados de renta fija se mantuvo prácticamente sin cambios en la zona del euro y disminuyó ligeramente en Estados Unidos. Los indicadores de los mercados financieros relativos a las expectativas de inflación a largo plazo en la zona del euro casi no variaron y siguen sugiriendo que las expectativas de inflación permanecen firmemente ancladas. Los diferenciales de la deuda soberana se ampliaron considerablemente en el caso de Grecia, Irlanda y Portugal. Las tensiones registradas en los mercados de deuda soberana de Bélgica, Italia y España también tuvieron su reflejo en las fluctuaciones relativamente importantes de los diferenciales con respecto a los bonos alemanes durante el citado período. Al mismo tiempo, los diferenciales de la deuda emitida por las sociedades financieras se estrecharon levemente en todas las calificaciones crediticias.

Desde finales de febrero de 2011, el rendimiento de la deuda pública a diez años con calificación crediticia AAA de la zona del euro se redujo, en general, unos 10 puntos básicos, hasta situarse en el 3,3 % el 8 de junio (véase gráfico 25). En Estados Unidos, el rendimiento de los bonos a largo plazo experimentó una caída de alrededor de 50 puntos básicos durante el mismo período, y se situó en el 3% el 8 de junio. En consecuencia, el diferencial de rendimiento nominal entre la deuda pública a diez años de

Estados Unidos y la de la zona del euro se tornó negativo, pasando de 10 puntos básicos a cerca de -30 puntos básicos. En Japón, el rendimiento de la deuda pública a diez años disminuyó en 10 puntos básicos, hasta situarse en el 1,2 % el 8 de junio.

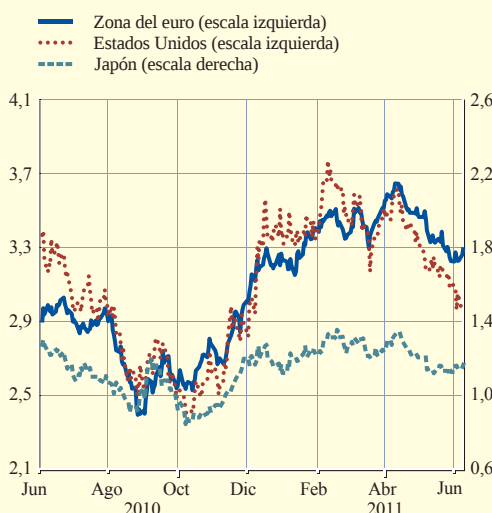
La incertidumbre de los inversores acerca de la evolución a corto plazo de los mercados de renta fija, medida por la volatilidad implícita obtenida de las opciones, se mantuvo prácticamente sin variación en la zona del euro y disminuyó ligeramente en Estados Unidos. La volatilidad de los mercados de renta fija de la zona del euro y de Estados Unidos experimentó fluctuaciones significativas durante el período. Dicha volatilidad aumentó a principios de marzo, como consecuencia, principalmente, de los desplazamientos hacia activos más seguros propiciados por el terremoto de Japón y por los temores a un importante accidente nuclear en ese país. A finales de marzo y principios de abril revirtieron los incrementos previos en la volatilidad de los mercados de renta fija y se reanudó la tendencia a la baja iniciada en el cuarto trimestre de 2010, registrándose un nuevo giro hacia el final del período analizado, cuando se intensificaron las tensiones en los mercados de deuda soberana y los datos publicados en Estados Unidos defraudaron a los participantes en los mercados.

La tendencia al alza del rendimiento de la deuda pública a largo plazo de la zona del euro iniciada en el tercer trimestre de 2010 se detuvo en marzo y giró en sentido descendente en abril y mayo. Las continuas tensiones políticas en el Norte de África y en Oriente Medio, y el terremoto que devastó Japón a principios de marzo, provocaron flujos de inversión hacia activos más seguros que ejercieron presión a la baja sobre el rendimiento de la deuda pública de la zona del euro y de Estados Unidos. Sin embargo, se mantuvo la fortaleza del dinamismo económico y la publicación de datos económicos positivos en la zona del euro y en Estados Unidos impidió que el rendimiento a largo plazo cayera en marzo. No obstante, el rendimiento de la deuda pública comenzó a descender durante el mes de abril, debido a una nueva intensificación de las tensiones en los mercados de deuda soberana de la zona del euro y a la valoración menos optimista de la solidez de la economía estadounidense después de que la Reserva Federal revisara a la baja las proyecciones de crecimiento para Estados Unidos para 2011 y 2012 y se publicaran las cifras de crecimiento del PIB para el primer trimestre de 2011. Los flujos hacia activos más seguros aumentaron de nuevo en mayo. Primero, los temores a una posible reestructuración de la deuda griega se intensificaron entre los participantes en el mercado. Segundo, la preocupación en torno a la fortaleza del crecimiento mundial se incrementó ante la decepción que generaron los datos publicados sobre empleo y vivienda en Estados Unidos, al tiempo que la política monetaria se endureció en China. Las caídas de los precios de las materias primas en mayo también se asociaron con signos de desaceleración de la economía mundial.

Entre finales de febrero y el 8 de junio, los diferenciales de deuda pública a diez años de los países de la zona del euro frente a Alemania se ampliaron considerablemente en el caso de Grecia, Irlanda y Por-

Gráfico 25 Rendimiento de la deuda pública a largo plazo

(porcentajes; datos diarios)



Fuentes: Bloomberg y Thomson Reuters.

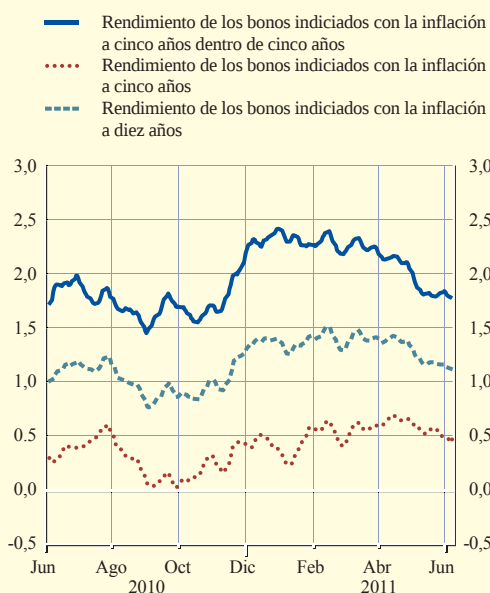
Nota: El rendimiento de la deuda pública a largo plazo se refiere a los bonos a diez años o con vencimiento más próximo a este plazo.

tugal. Las tensiones registradas en los mercados de deuda soberana de Bélgica, Italia y España también tuvieron su reflejo en las fluctuaciones relativamente importantes de los diferenciales frente a Alemania durante dicho período. El diferencial de rendimiento de la deuda pública de Grecia, Irlanda y Portugal frente a la deuda alemana se sitúa actualmente más de 300 puntos básicos por encima de los niveles correspondientes a mayo de 2010, cuando se intensificaron las tensiones en los mercados de deuda soberana. En la zona del euro, las tensiones en estos mercados se recrudecieron en marzo de 2011 a causa de la rebaja, en varios grados, de la calificación crediticia de la deuda soberana de Portugal, Grecia y España por parte de las agencias de calificación, y de la incertidumbre de los participantes en el mercado en torno al tamaño y al ámbito de la Facilidad Europea de Estabilización Financiera. Las tensiones volvieron a agudizarse en abril y la mayor parte de mayo, cuando aumentó la preocupación de los participantes en el mercado acerca de una posible reestructuración de la deuda griega. Los diferenciales de rendimiento de la deuda soberana irlandesa con respecto a la deuda alemana, que se habían estrechado tras la publicación de los resultados generalmente positivos de las pruebas de resistencia de los bancos irlandeses en la primera semana de abril, también se vieron afectados negativamente por los temores de los participantes en el mercado acerca de la deuda griega. A finales de mayo y principios de junio, el anuncio de nuevas medidas de austeridad fiscal en Grecia y las expectativas de la próxima aprobación de un nuevo programa de ayudas para Grecia contribuyeron a estrechar los diferenciales.

Desde finales de febrero, el rendimiento de los bonos a cinco años indicados con la inflación de la zona del euro aumentó 10 puntos básicos, y se situó en el 0,5% el 8 de junio (véase gráfico 26). En el mismo período, el rendimiento de los bonos a diez años indicados con la inflación de la zona del euro descendió 10 puntos básicos, y se situó en el 1,2% el 8 de junio. La disminución de los rendimientos reales es reflejo de la preocupación reciente en torno a la fortaleza del crecimiento mundial. En comparación con sus

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

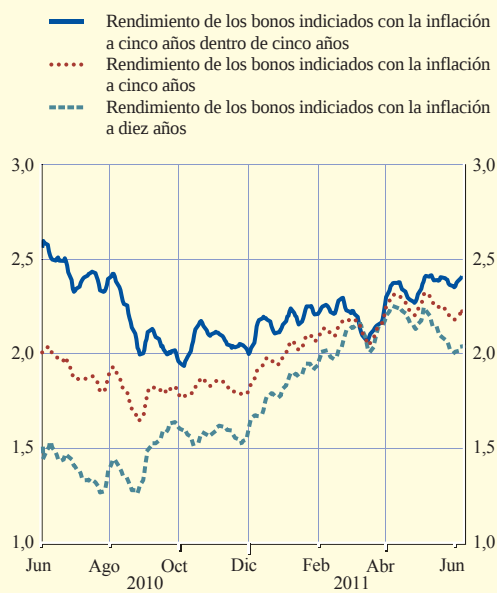
(porcentajes; medias móviles de cinco días de datos diarios; datos desestacionalizados)



Fuentes: Thomson Reuters y cálculos del BCE.

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

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



Fuentes: Thomson Reuters y cálculos del BCE.

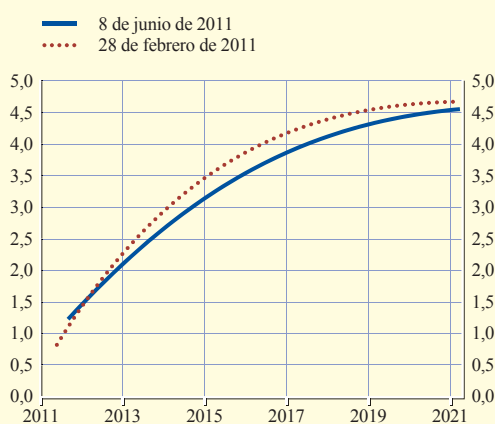
niveles de finales de febrero, las tasas de inflación implícitas *spot* a cinco años se redujeron 10 puntos básicos, mientras que las tasas correspondientes a diez años se mantuvieron sin variación (véase gráfico 27). Este moderado aumento de la pendiente de la curva de tasas de inflación implícitas *spot* supuso un moderado incremento, de 10 puntos básicos, de la tasa de inflación implícita *forward* a cinco años dentro de cinco años, que era del 2,3 % el 8 de junio, fecha en la que la correspondiente medida implícita de los *swaps* indicados con la inflación también se situó en el 2,3%. Las tasas de inflación implícitas han sido muy volátiles en los tres 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 los *swaps* indicados con la inflación prácticamente no han experimentado variaciones durante esos episodios. También existen otros factores que continúan sugiriendo que ahora resulta más difícil calibrar las expectativas de inflación a partir de la evolución de los mercados de renta fija que en función de la información procedente del mercado de *swaps* indicados con la inflación. En primer lugar, las fluctuaciones en la demanda neta de bonos indicados con la inflación han tenido efectos nada despreciables en las tasas de inflación implícitas en los últimos meses. En segundo lugar, las tasas de inflación implícitas están actualmente más correlacionadas con la calidad crediticia de los emisores. En general, en línea con los indicadores de las expectativas de inflación procedentes de las encuestas, los datos relativos a las tasas de inflación implícitas siguen sugiriendo que las expectativas de inflación de los participantes en el mercado para la zona del euro permanecen firmemente ancladas.

La evolución de la estructura temporal de los tipos *forward* a corto plazo de la zona del euro muestra cómo la evolución general del rendimiento de la deuda pública a largo plazo de la zona del euro puede descomponerse en las variaciones de las expectativas de tipos de interés y las correspondientes primas de riesgo a distintos plazos (véase gráfico 28). El grado de descenso de los rendimientos de la deuda pública a largo plazo con respecto al nivel registrado a finales de febrero ha desplazado a la baja, en 20 puntos básicos, la estructura temporal de los tipos *forward* a corto plazo para vencimientos superiores a dos años. Esta bajada obedece, principalmente, a la disminución de las primas de riesgo. Durante la mayor parte del período analizado, la curva de tipos *forward* a corto plazo se mantuvo por encima de la curva correspondiente de finales de febrero, como consecuencia del favorable dinamismo económico general y de las revisiones al alza de los tipos de interés oficiales del BCE. Dado que los flujos hacia activos más seguros se intensificaron en mayo, las primas de riesgo de la deuda pública a largo plazo con calificación crediticia AAA de la zona del euro (percibida como más segura en términos relativos) se redujeron.

Durante el período analizado, los diferenciales de renta fija privada con grado de inversión, emitida por las sociedades no financieras, se mantuvieron prácticamente estables, mientras que los diferenciales de la renta fija correspondiente, emitida por las instituciones financieras, se estrecharon ligeramente, aunque siguieron siendo considerablemente

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

(porcentajes; 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.

más altos que los diferenciales comparables relativos a la renta fija privada no financiera. Los actuales diferenciales de renta fija emitida por las sociedades no financieras han vuelto a niveles cercanos a los que registraron antes de la crisis, como reflejo de la mejora de la situación económica y de la menor probabilidad de quiebra de las empresas. Esto contrasta con la situación de finales de 2008 y principios de 2009, cuando el coste de financiación de la deuda había aumentado a niveles muy superiores al ya elevado coste de financiación implícito por el deterioro del riesgo de crédito percibido. La caída de los diferenciales de renta fija emitida por las instituciones financieras fue generalizada en todas las calificaciones crediticias y más pronunciada en la deuda con calificación BBB. La inquietud respecto a la reestructuración de la deuda griega, que tuvo 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 informó de una favorable actividad emisora por parte de las entidades de crédito. Sin embargo, la deuda emitida por las instituciones financieras siguió cotizando con prima en comparación con las condiciones habituales vigentes antes de la crisis.

2.5 MERCADOS DE RENTA VARIABLE

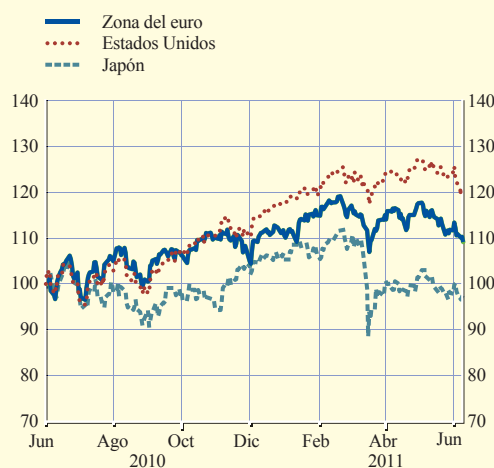
Los índices bursátiles amplios de la zona del euro y de Estados Unidos han descendido, en general, entre finales de febrero y principios de junio, como consecuencia de la preocupación acerca de la fortaleza de la economía mundial y de la nueva intensificación de las tensiones en determinados mercados de deuda soberana de la zona del euro. En marzo, las notables fluctuaciones en las cotizaciones bursátiles también estuvieron relacionadas con las tensiones políticas surgidas en el Norte de África y Oriente Medio, así como con el terremoto de Japón. En general, la incertidumbre de los mercados de valores de la zona del euro y de Estados Unidos prácticamente no varió. Los anuncios de beneficios en la zona del euro fueron una sorpresa positiva, pero no bastaron para dar un giro al deterioro del clima de los mercados.

Las cotizaciones bursátiles de la zona del euro, medidas por el índice Dow Jones EURO STOXX, disminuyeron un 6,8% entre finales de febrero y el 8 de junio (véase gráfico 29). En Estados Unidos, el índice Standard & Poor's 500 cayó un 3,6% en el mismo período. El descenso de las cotizaciones bursátiles es reflejo, principalmente, de la preocupación en torno a la fortaleza de la economía mundial tras la publicación de información macroeconómica un tanto decepcionante y el impacto moderadamente negativo de las alteraciones en la cadena de producción relacionadas con la situación en Japón. En la zona del euro, la intensificación de las tensiones en algunos mercados de deuda soberana afectó negativamente al clima de los mercados. En Japón, el índice Nikkei 225 cayó significativamente, un 11%, entre finales de febrero y el 8 de junio.

La incertidumbre de los mercados de valores de la zona del euro y de Estados Unidos, medida por

Gráfico 29 Índices bursátiles

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



Fuentes: Thomson Reuters.

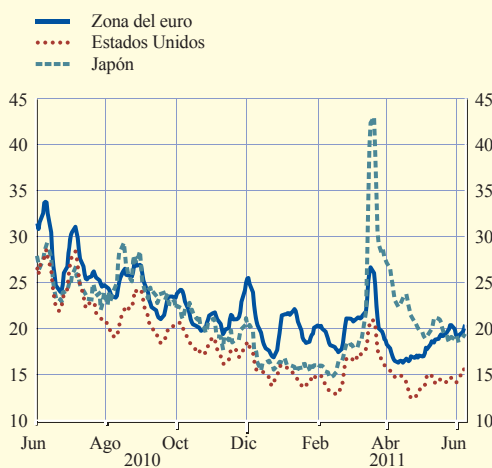
Nota: Índice Dow Jones EURO STOXX amplio para la zona del euro, Standard & Poor's 500 para Estados Unidos y Nikkei 225 para Japón.

la volatilidad implícita, prácticamente no varió en el período analizado (véase gráfico 30). Sin embargo, las fluctuaciones de la volatilidad implícita dentro del período fueron considerables. En marzo, la volatilidad aumentó de forma acusada por el terremoto de Japón y las continuas tensiones en el Norte de África y Oriente Medio; en abril y mayo, también se vio afectada por las tensiones producidas en algunos mercados de deuda soberana.

El descenso de las cotizaciones bursátiles en los tres últimos meses marca el final de su tendencia al alza, prácticamente ininterrumpida, que se inició a mediados de 2010. El dinamismo económico de la zona del euro continuó siendo positivo en el período analizado. Sin embargo, algunos datos económicos publicados en la zona del euro, aunque todavía eran favorables, ya no fueron una sorpresa excesivamente positiva. Los datos sobre ventas del comercio al por menor y producción industrial, y los indicadores de confianza, aunque siguieron siendo alentadores, decepcionaron ligeramente a los participantes en el mercado. En Estados Unidos, las revisiones a la baja del crecimiento del PIB para 2011 y 2012 y los datos desfavorables sobre empleo y vivienda influyeron en el clima de los mercados en mayo. En un tono más positivo, los anuncios de beneficios en la zona del euro fueron mejores de lo esperado, pero no resultaron ser lo bastante sólidos como para invertir el descenso de las cotizaciones. En Estados Unidos, los anuncios de beneficios estuvieron en consonancia, por lo general, con las expectativas. Al margen de estos factores económicos, las continuas tensiones políticas en el Norte de África y Oriente Medio, así

Gráfico 30 Volatilidad implícita de los mercados de renta variable

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



Fuente: Bloomberg.

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

Cuadro 4 Variación de los precios de los índices Dow Jones EURO STOXX, por sectores económicos

(porcentajes de los precios a fin de período)

	EURO STOXX	Materias primas	Servicios de consumo	Bienes de consumo	Petróleo y gas	Financiero	Sanidad	Industrial	Tecnología	Tele- comuni- caciones	Agua, gas, electric.
Participación del sector en la capitalización bursátil (datos a fin de período)	100,0	10,3	6,6	14,9	7,1	22,7	4,3	14,9	4,4	6,5	8,2
Variación de los precios (datos a fin de período)											
I 2010	0,8	1,6	6,8	3,5	-1,7	-2,6	4,0	4,1	16,0	-4,5	-3,3
II 2010	-11,1	-8,3	-7,2	3,1	-13,4	-17,6	-7,5	-7,1	-17,3	-12,1	-18,3
III 2010	7,3	9,0	11,1	8,0	5,3	8,2	-0,2	5,6	3,2	12,8	4,9
IV 2010	3,8	16,3	0,7	9,0	7,9	-7,0	-1,1	13,3	10,2	-4,7	2,9
I 2011	3,6	-0,3	-1,8	-3,2	8,4	8,5	4,8	4,4	5,0	6,0	3,5
Abril 2011	3,1	7,3	2,0	5,4	0,7	2,1	8,4	2,5	0,4	0,3	2,3
Mayo 2011	-3,6	-4,0	-1,3	-0,7	-6,1	-5,1	2,7	-2,4	-6,1	-5,5	-6,1
28 feb 2011-8 jun 2011	-6,8	-0,7	-6,1	-0,3	-10,7	-13,1	6,4	-4,2	-11,7	-8,3	-9,8

Fuentes: Thomson Reuters y cálculos del BCE.

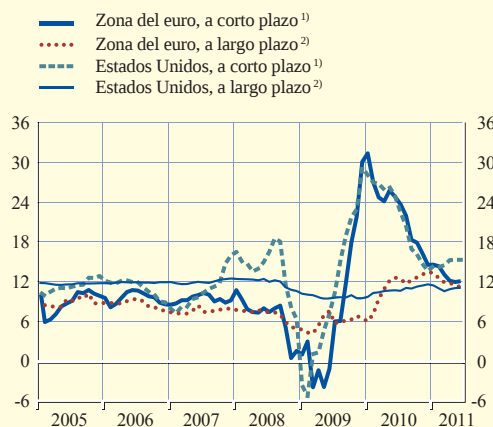
como el devastador terremoto que causó grandes daños en Japón a principios de marzo, provocaron desplazamientos hacia activos más seguros que ejercieron presión a la baja sobre las cotizaciones bursátiles.

En el período considerado, los índices bursátiles descendieron en todos los sectores de la zona del euro, salvo el sector sanitario. La caída de las cotizaciones fue más notable en el sector financiero (véase cuadro 4). Las variaciones en los precios de las acciones del sector financiero desde mediados de 2010 han estado estrechamente relacionadas con las tensiones en los mercados de deuda soberana de la zona del euro. La evolución de las cotizaciones bursátiles también fue negativa en todos los países de la zona en el período analizado, especialmente en aquellos que sufrieron tensiones en sus mercados de deuda soberana. En la mayoría de estos países, los precios de las acciones del sector financiero disminuyeron de forma más acusada y las cotizaciones de los sectores no financieros también evolucionaron de forma menos positiva que en otros países de la zona.

La evolución negativa de los precios de las acciones contrastó con el crecimiento de los beneficios efectivos por acción y con las favorables expectativas de beneficios para los próximos doce meses. Los beneficios anunciados en el período considerado resultaron, por lo general, mejores de lo previsto. Sin embargo, no fueron lo suficientemente sólidos como para producir un impacto apreciable sobre los precios. La tasa de crecimiento interanual de los beneficios efectivos por acción de las empresas incluidas en el índice Dow Jones EURO STOXX se situó en el 32% en mayo de 2011, frente al 34% de febrero. El crecimiento de los beneficios por acción esperados en los próximos doce meses se sitúa en el 12%, frente al 14% previsto en febrero de 2011 (véase gráfico 31). Los anuncios positivos de beneficios efectivos y esperados fueron generalizados en todos los sectores económicos.

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

(porcentajes; datos mensuales)



Fuentes: Thomson Reuters y cálculos del BCE.

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

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

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

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

El coste real de la financiación de las sociedades no financieras de la zona del euro se redujo en el primer trimestre de 2011, debido al descenso del coste real de las acciones y de los tipos de interés reales a corto plazo de los préstamos. En cuanto a los flujos de financiación, el crecimiento interanual de los préstamos a las sociedades no financieras retornó a niveles positivos en enero de 2011, y siguió aumentando ligeramente en el primer trimestre de 2011, hasta situarse en el 0,8%, lo que confirma que la dinámica de los préstamos había alcanzado un punto de inflexión en los últimos meses de 2010. La emisión de valores de renta fija por parte de las sociedades no financieras siguió moderándose en el primer trimestre de 2011.

CONDICIONES DE FINANCIACIÓN

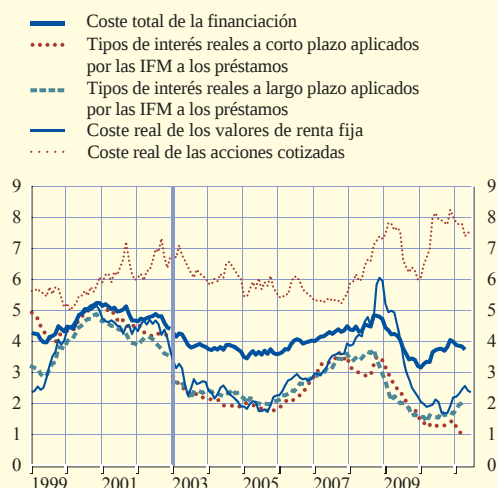
El coste real de la financiación externa de las sociedades no financieras de la zona del euro —calculado mediante la ponderación del coste de las distintas fuentes de financiación a partir de sus saldos vivos, corregido de efectos de valoración— descendió 26 puntos básicos en los cuatro primeros meses de 2011, situándose en torno al 3,7% en abril (véase gráfico 32).

La reducción del coste total de la financiación fue resultado de la evolución del coste real de las acciones y de los tipos de interés reales a corto plazo aplicados por las IFM, que quedaron compensados, en cierta medida, por el aumento del coste real de la financiación de mercado y de los tipos de interés reales a largo plazo aplicados por el citado sector. Más concretamente, el coste real de las acciones descendió unos 60 puntos básicos entre principios de 2011 y finales de abril. En cambio, el coste real de la financiación de mercado mediante deuda siguió un patrón diferente y se incrementó alrededor de 40 puntos básicos en comparación con diciembre de 2010. El aumento del coste de este tipo de financiación reflejó las tensiones que se registraron en los mercados financieros a comienzos de 2011. En ese mismo período, los tipos de interés reales a corto plazo aplicados por las IFM experimentaron una caída de 22 puntos básicos, mientras que los tipos reales a largo plazo ascendieron 41 puntos básicos. Los datos más recientes indican que el coste real de las acciones aumentó unos 10 puntos básicos en mayo de 2011, mientras que el de la financiación de mercado mediante deuda se redujo 15 puntos básicos ese mes. Si se adopta una perspectiva de más largo plazo, el coste real de financiación de las sociedades no financieras de la zona del euro sigue manteniéndose próximo a los niveles más bajos registrados en términos de los tipos de interés reales aplicados por las IFM desde 1999, mientras que el coste real de las acciones continúa siendo elevado en términos históricos. Últimamente, el coste real de la financiación de mercado mediante deuda ha aumentado ligeramente, aunque sigue próximo a niveles históricamente reducidos.

Durante el período analizado, los tipos de interés nominales aplicados por las IFM a los nuevos préstamos concedidos a las sociedades no financieras aumentaron tanto en el caso de los préstamos a corto plazo como en el de los préstamos a largo plazo (véase cuadro 5). El incremento de los tipos de interés de los préstamos a corto plazo parece estar en consonancia con la evolución reciente de los tipos de interés del mercado monetario, que suele influir en los costes de financiación a corto plazo de las entidades de crédito. El EURIBOR a tres meses registró un incremento de unos 40 puntos básicos en los cuatro primeros meses de 2011, mientras que los tipos de interés a corto plazo aplicados por las IFM a los préstamos concedidos a las sociedades no financieras ascendieron entre 21 y 28 puntos

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

(porcentajes; datos mensuales)



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

Notas: El coste real de la financiación externa de las sociedades no financieras se calcula como la media ponderada del coste de los préstamos bancarios, el coste de los valores distintos de acciones y el coste de las acciones, basados en sus respectivos saldos vivos y deflactados por las expectativas de inflación (véase el recuadro 4 del *Boletín Mensual* de marzo de 2005). La armonización de los tipos de interés aplicados por las IFM a los préstamos introducida a principios de 2003 provocó una ruptura en las series estadísticas. Es posible que los datos a partir de junio de 2010 no sean directamente comparables con los anteriores a esa fecha, debido a los cambios metodológicos resultantes de la aplicación de los Reglamentos BCE/2008/32 y BCE/2009/7 (por los que se modifica el Reglamento BCE/2001/18).

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

(porcentajes; puntos básicos)

							Variaciones en puntos básicos hasta abril de 2011 ¹⁾		
	2010 I	2010 II	2010 III	2010 IV	2011 Mar	2011 Abr	2010 Ene	2011 Ene	2011 Mar
Tipos de interés aplicados por las IFM									
Descubiertos en cuenta de las sociedades no financieras	3,98	3,70	3,80	3,86	4,01	4,13	8	13	12
Préstamos a las sociedades no financieras hasta un millón de euros									
Sin fijación del tipo y con período inicial de fijación del tipo hasta un año	3,24	3,24	3,35	3,50	3,70	3,78	53	32	8
Con período inicial de fijación del tipo de más de cinco años	4,00	3,80	3,79	3,86	4,19	4,23	24	37	4
Préstamos a las sociedades no financieras por importe superior a un millón de euros									
Sin fijación del tipo y con período inicial de fijación del tipo hasta un año	1,99	2,17	2,26	2,59	2,63	2,80	79	35	17
Con período inicial de fijación del tipo de más de cinco años	3,44	3,34	3,51	3,51	3,84	4,27	62	53	43
Pro memoria									
Tipo de interés a tres meses del mercado monetario	0,63	0,77	0,89	1,01	1,24	1,39	72	32	15
Rendimiento de la deuda pública a dos años	1,40	1,99	1,89	2,25	2,91	3,58	176	116	67
Rendimiento de la deuda pública a siete años	2,79	2,35	2,14	2,71	3,19	3,13	15	17	-6

Fuente: BCE.

1) Pueden producirse discrepancias, debido al redondeo.

básicos. Además, los tipos de interés a largo plazo aplicados por las IFM aumentaron entre 37 y 76 puntos básicos en los cuatro primeros meses de 2011. En ese mismo periodo, el rendimiento de la deuda pública a siete años registró un incremento de 42 puntos básicos.

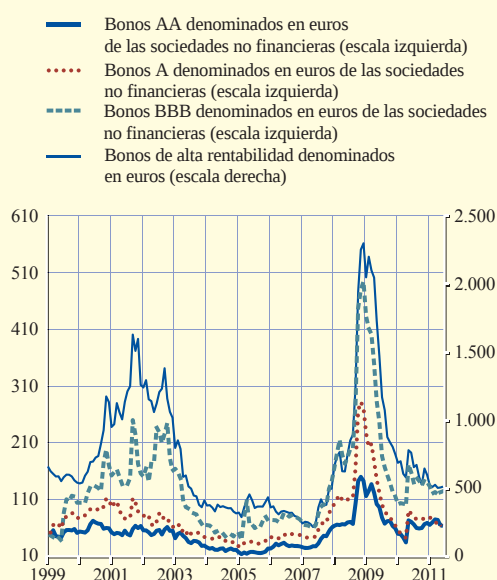
Los diferenciales entre los rendimientos de los valores de renta fija de las sociedades no financieras y los de la deuda pública se estrecharon ligeramente, tanto en el caso de los bonos con calificación crediticia más elevada como en el de los bonos con calificación más baja, en el periodo comprendido entre finales de diciembre de 2010 y finales de mayo de 2011 (véase gráfico 33). La mejora observada en la situación económica general de la zona del euro en su conjunto ha favorecido un estrechamiento de los diferenciales entre los rendimientos de los valores de renta fija privada y los de la deuda pública, especialmente en el caso de los bonos con calificación crediticia más baja, que se han reducido unos 80 puntos básicos desde principios de este año.

FLUJOS DE FINANCIACIÓN

La mayor parte de los indicadores de rentabilidad de las sociedades no financieras de la zona del euro apuntan a una nueva mejora en el primer trimestre de 2011. La tasa de crecimiento interanual de los beneficios por acción de las sociedades no financieras cotizadas de la zona del euro siguió siendo sus-

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

(puntos básicos; medias mensuales)



Fuentes: Thomson Reuters y cálculos del BCE.

Nota: Los diferenciales de los valores de renta fija de las sociedades no financieras se calculan en relación con los rendimientos de la deuda pública con calificación crediticia AAA.

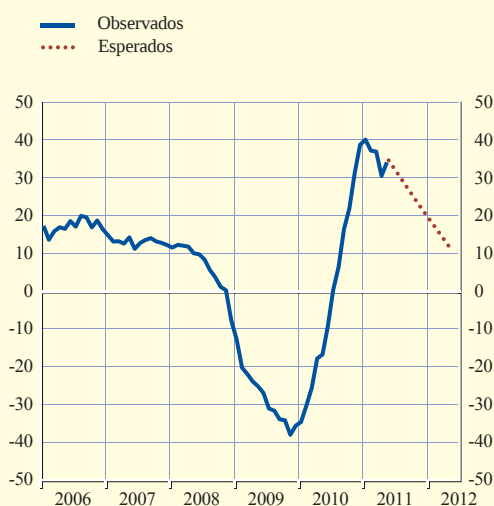
tancialmente positiva en ese trimestre, situándose en mayo de 2011 en torno al 30%, nivel próximo a los máximos históricos (véase gráfico 34). De cara al futuro, los participantes en el mercado esperan una corrección parcial a la baja en los próximos meses.

En cuanto a la financiación externa, los datos para el primer trimestre de 2011 confirman una ligera expansión de los préstamos concedidos por las IFM a las sociedades no financieras. La normalización de la demanda de préstamos bancarios podría explicar, en parte, la prolongada moderación de la emisión de valores de renta fija durante el mismo período (véase gráfico 35). En particular, la tasa de crecimiento interanual de la emisión de valores distintos de acciones a corto plazo, aunque muestra algunas señales de recuperación, siguió siendo negativa, al igual que el año anterior, mientras que la emisión de valores distintos de acciones a largo plazo volvió a disminuir en el primer trimestre de 2011. Del mismo modo, la tasa de crecimiento de la emisión de acciones cotizadas por parte de las sociedades no financieras continuó descendiendo.

Por primera vez desde agosto de 2009, la tasa de crecimiento de los préstamos bancarios otorgados a las sociedades no financieras retornó a niveles positivos en enero de 2011, y se situó en el 0,8% en el primer trimestre de 2011 (véase cuadro 6). La recuperación de la dinámica de los préstamos refleja fundamentalmente una moderación del ritmo de contracción de los préstamos a corto plazo a las sociedades no financieras (con plazo de vencimiento de hasta un año). En cambio, la tasa de crecimiento interanual de los préstamos con vencimiento a más de cinco años se mantuvo prácticamente estable durante el período analizado. La evidencia empírica sugiere que los préstamos a las sociedades no financieras tienden a ir considerablemente a la zaga del ciclo económico. La recuperación observada en la tasa de crecimiento interanual de los préstamos concedidos a las sociedades no financieras confirma que se habían alcanzado un punto de inflexión en los últimos meses de 2010. Al mismo tiempo, la mayor disponibilidad de financiación interna y la vigorosa emisión de valores distintos de acciones durante los últimos dos años podrían haber tenido un efecto moderador sobre la reactivación de la demanda de préstamos bancarios por parte de las sociedades no financieras.

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

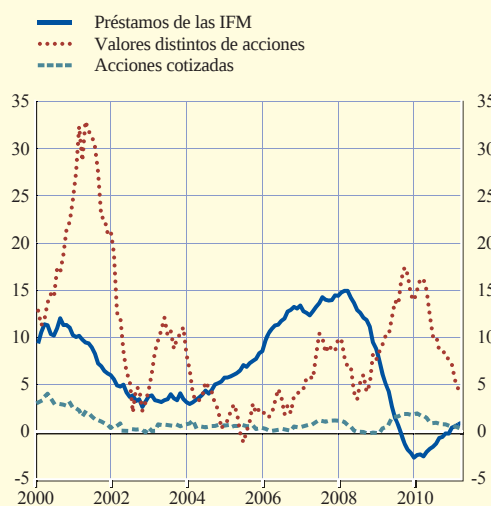
(tasas de variación interanual; datos mensuales)



Fuentes: Thomson Reuters y cálculos del BCE.

Gráfico 35 Detalle por instrumentos de la financiación externa de las sociedades no financieras

(tasas de variación interanual)



Fuente: BCE

Nota: Las acciones cotizadas están denominadas en euros.

Cuadro 6 Financiación de las sociedades no financieras

(variaciones porcentuales; fin de trimestre)

	Tasas de crecimiento interanual				
	2010 I	2010 II	2010 III	2010 IV	2011 I
Préstamos de IFM	-2,4	-1,8	-0,6	-0,2	0,8
Hasta un año	-11,2	-9,9	-6,4	-3,6	-0,3
De uno a cinco años	-4,2	-3,9	-2,1	-2,3	-1,8
Más de cinco años	3,0	3,2	2,7	2,2	2,2
Valores distintos de acciones	16,2	12,3	8,6	7,5	4,6
A corto plazo	-23,5	-15,5	-13,4	-8,4	-7,9
A largo plazo, de las cuales ¹⁾	22,6	15,9	11,2	9,1	5,9
A tipo fijo	27,0	18,9	13,7	11,1	7,4
A tipo variable	0,0	-1,4	-1,2	-0,3	-0,8
Acciones cotizadas	1,8	1,0	0,9	0,7	0,5
Pro memoria²⁾					
Total financiación	1,9	2,0	2,3	2,4	-
Préstamos a sociedades no financieras	0,9	1,1	2,2	2,0	-
Reservas técnicas de seguro ³⁾	0,9	0,9	0,9	2,0	-

Fuentes: BCE, Eurostat y cálculos del BCE.

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

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

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

3) Incluye las reservas de los fondos de pensiones.

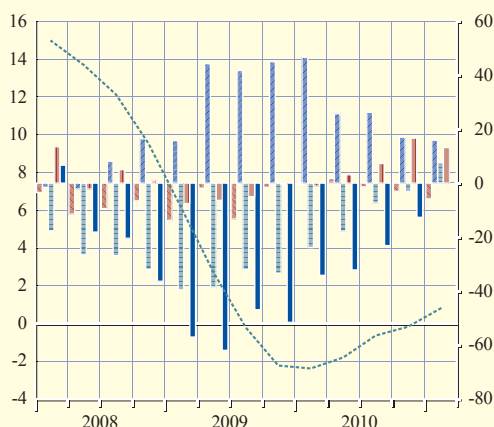
Los resultados de la encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro confirman el importante papel desempeñado por los factores de demanda en la demanda de préstamos por parte de las sociedades no financieras en el primer trimestre de 2011 (véase gráfico 36). En concreto, la mejora de la demanda total neta total de préstamos tuvo su origen, principalmente, en el fin del descenso de las necesidades de financiación para inversión en capital fijo. Del mismo modo, el repunte observado en la financiación de las fusiones y adquisiciones tuvo un efecto favorable, mientras que la contribución positiva de las necesidades de financiación para existencias y capital circulante se redujo ligeramente. Aunque parece que continúa en la zona del euro en su conjunto la normalización de los criterios de aprobación del crédito, en algunos países el acceso al crédito bancario sigue estando muy restringido. Además, en algunos casos el repunte de la demanda de préstamos puede estar agravando, también, el posible impacto sobre la oferta de préstamos de unos criterios de aprobación relativamente restrictivos. Según la encuesta, en el primer trimestre de 2011 las entidades de crédito de la zona del euro endurecieron, en general, sus criterios de concesión de préstamos a las sociedades no financieras y a los hogares, aunque de forma moderada.

En el gráfico 37 se presentan los componentes del ahorro, la financiación y la inversión de las sociedades no financieras de la zona del euro, según figuran en las cuentas de la zona, para los que se dispone de datos hasta el cuarto trimestre de 2010. La brecha de financiación (o necesidad de financiación) de las sociedades no financieras —es decir, la diferencia entre los gastos en inversión real y los fondos generados internamente (ahorro bruto)— se redujo y fue ligeramente negativa en el último trimestre de 2010 sobre la base de sumas móviles de cuatro trimestres. Como se observa en el gráfico, la inversión real (formación bruta de capital fijo) pudo financiarse, en gran medida, con fondos internos, de modo que la financiación externa, aunque repuntó ligeramente, continuó siendo una fuente menor de finan-

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

(tasas de variación interanual; porcentajes netos)

- Inversión en capital fijo (escala derecha)
- Existencias y capital circulante (escala derecha)
- Fusiones, adquisiciones y reestructuraciones de empresas (escala derecha)
- Reestructuración de la deuda (escala derecha)
- Financiación interna (escala derecha)
- Préstamos a sociedades no financieras (escala izquierda)



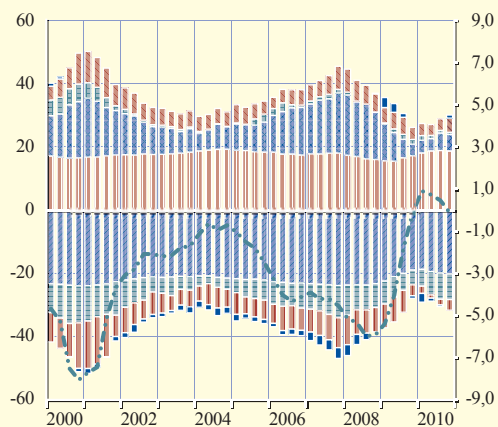
Fuente: BCE.

Nota: Los porcentajes netos se refieren a la diferencia entre el porcentaje de entidades que indican que un factor determinado ha contribuido a un incremento de la demanda y las que indican que ha contribuido a una reducción.

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

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

- Otros
- Adquisiciones netas de acciones y otras participaciones
- Adquisiciones netas de activos financieros, excluidas acciones y otras participaciones
- Formación bruta de capital
- Emisión de acciones y otras participaciones no cotizadas
- Emisión de acciones y otras participaciones cotizadas
- Financiación mediante deuda
- Ahorro bruto y transferencias netas de capital
- Brecha de financiación (escala derecha)



Fuente: Cuentas de la zona del euro.

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

ciación de este sector. Al mismo tiempo, las adquisiciones netas de activos financieros, incluidas las acciones y otras participaciones, se incrementaron levemente en el cuarto trimestre de 2010.

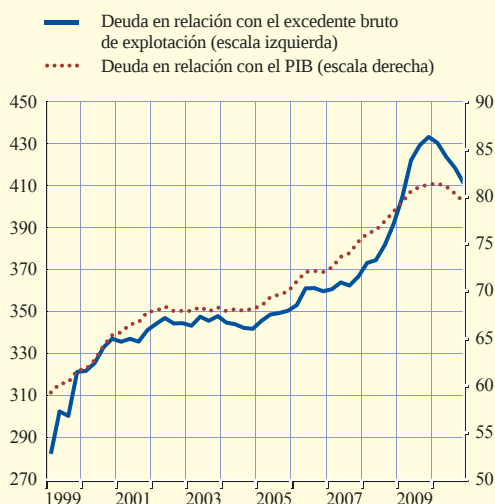
POSICIÓN FINANCIERA

En el cuarto trimestre de 2010 continuó también el proceso de desapalancamiento, disminuyendo el endeudamiento de las sociedades no financieras al 79% en términos de deuda en relación con el PIB, frente al 80% del trimestre precedente, y al 411% en términos de deuda en relación con el excedente bruto de explotación, frente al 419% del trimestre anterior (véase gráfico 38). Tras la acusada caída registrada en el período comprendido entre finales de 2008 y principios de 2010, la carga por intereses de las sociedades no financieras aumentó ligeramente a partir del segundo semestre de 2010 (véase gráfico 39). Esta tendencia al alza se mantuvo en el primer trimestre de 2011.

En general, la disminución de los flujos de financiación externa y el aumento de las fuentes de financiación interna observados desde el segundo semestre de 2009 sugieren que las empresas han mejorado su situación financiera y han reducido las vulnerabilidades de sus balances, obteniendo con ello flexibilidad financiera en un entorno de recuperación cíclica. El nivel de endeudamiento, y la carga por intereses asociada, sugieren que todavía queda margen de maniobra para reestructurar los balances en conjunción con la recuperación de los flujos de caja.

Gráfico 38 Ratios de endeudamiento del sector de sociedades no financieras

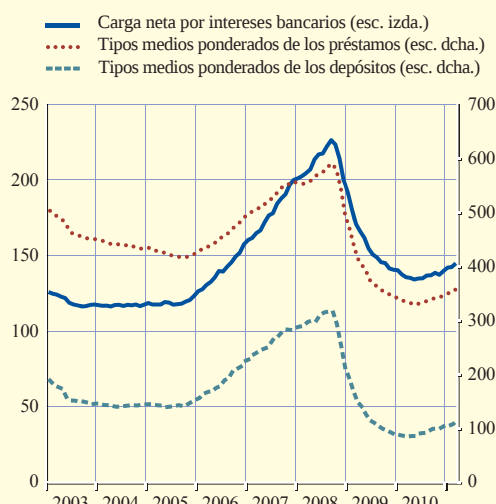
(porcentajes)



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

Gráfico 39 Carga neta por intereses bancarios de las sociedades no financieras

(puntos básicos)



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

2.7 FLUJOS DE FINANCIACIÓN Y POSICIÓN FINANCIERA DEL SECTOR HOGARES

En el primer trimestre de 2011, las condiciones de financiación de los hogares se mantuvieron prácticamente sin cambios, a pesar de que los tipos de interés de los préstamos concedidos por las IFM experimentaron un ligero incremento. Los criterios de aprobación del crédito a los hogares para adquisición de vivienda y para consumo se endurecieron nuevamente. Sin embargo, la tasa de crecimiento interanual de los préstamos concedidos por las IFM a los hogares fue más elevada en abril de 2011 que en el cuarto trimestre de 2010. Al mismo tiempo, la tasa de crecimiento interanual de los préstamos a los hogares siguió mostrando señales de moderación. La deuda en relación con la renta de los hogares, la deuda en relación con el PIB y la carga por intereses se redujeron.

CONDICIONES DE FINANCIACIÓN

En el primer trimestre de 2011, los tipos de interés aplicados por las IFM a los nuevos préstamos a hogares se incrementaron en paralelo con los tipos de mercado comparables en todas las categorías de préstamos a hogares y en la mayoría de los períodos iniciales de fijación del tipo. Pese a ello, en la zona del euro el total del coste marginal de financiación del sector hogares se mantuvo prácticamente estable por tercer trimestre consecutivo, como consecuencia de los desplazamientos observados entre las distintas clases de préstamos a hogares, adquiriendo mayor importancia aquellos con tipos de interés más bajos. Los tipos e interés aplicados por las IFM a los nuevos préstamos para adquisición de vivienda aumentaron en el primer trimestre de 2011, tras registrarse un descenso en la mayor parte de las categorías con período inicial de fijación del tipo entre finales de 2008 y el cuarto trimestre de 2010 (véase gráfico 40). De estos préstamos, aquellos con un período inicial de fijación del tipo de duración media o larga (es decir, préstamos con períodos iniciales de fijación del tipo de más de un año y hasta cinco años y de más de cinco años)

experimentaron las subidas más significativas, aunque fueron mucho más reducidas que las observadas en otras categorías de préstamos a hogares.

Los tipos de interés aplicados a los nuevos préstamos para consumo con períodos iniciales de fijación del tipo de larga duración registraron los mayores aumentos en el primer trimestre de 2011. Los tipos de interés de los nuevos préstamos para consumo con períodos iniciales de fijación del tipo de duración media también se incrementaron, mientras que aquellos con períodos iniciales de fijación del tipo de corta duración (es decir, préstamos sin fijación inicial del tipo o con período inicial de fijación hasta un año) permanecieron, en general, estables. Todos estos tipos de interés habían experimentado un claro descenso en el trimestre anterior.

Los tipos de interés de los préstamos a hogares para otros fines con períodos iniciales de fijación del tipo de duración media o larga registraron una subida ligeramente inferior a los de los préstamos para consumo equivalentes, tras haberse estabilizado en el cuarto trimestre de 2010. Del mismo modo, los tipos de interés aplicados a los préstamos para otros fines con períodos de fijación inicial del tipo de corta duración también se incrementaron, aunque el incremento observado en estos préstamos fue visiblemente inferior al de otros préstamos a hogares con períodos iniciales de fijación del tipo de duración media o larga.

Al igual que en trimestres anteriores, los nuevos préstamos concedidos por las IFM a los hogares indican que, en promedio, el porcentaje de préstamos con períodos iniciales de fijación del tipo de duración media o larga en el crédito total siguió aumentando. Así pues, los hogares pasaron a estar menos expuestos a nuevas subidas de los tipos de interés en el futuro próximo. No obstante, las cifras para la zona del euro en su conjunto ocultan una significativa heterogeneidad entre los países en términos tanto de tipos de interés como de períodos iniciales de fijación del tipo.

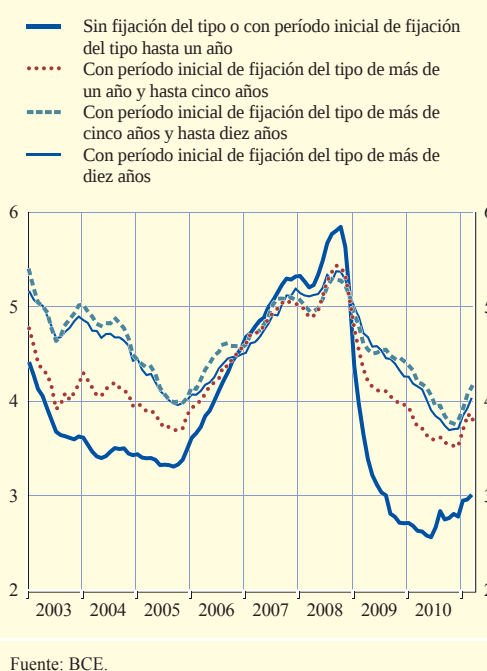
Según los resultados de la encuesta sobre préstamos bancarios de abril de 2011, en el primer trimestre de 2011 los criterios de aprobación del crédito se siguieron endureciendo ligeramente tanto en el caso de los préstamos para adquisición de vivienda como en el del crédito al consumo en todos los países de la zona del euro. Una vez más, este endurecimiento neto parece deberse principalmente a que se produjo un nuevo aumento en la percepción de los riesgos relacionados con el mercado de la vivienda por parte de las entidades de crédito, así como a una valoración más cauta de los perfiles de riesgo de los prestatarios individuales. Asimismo, en algunos países concretos las entidades de crédito participantes en la encuesta señalaron el mantenimiento de las restricciones a la financiación.

FLUJOS FINANCIEROS

La tasa de crecimiento interanual del total de préstamos concedidos a los hogares apenas se modificó en el cuarto trimestre de 2010 (el último trimestre para el que se dispone de datos procedentes de las

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

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



cuentas de la zona del euro), y se mantuvo en el 2,3%. Esta tasa de crecimiento, prácticamente estable, oculta la evolución divergente de sus subcomponentes. Mientras que la tasa de crecimiento interanual del total de préstamos concedidos por las IFM a los hogares aumentó un 3% en el cuarto trimestre de 2010, frente al 2,7% del tercer trimestre, la tasa de crecimiento interanual de los préstamos concedidos por instituciones distintas de IFM a los hogares se redujo hasta el -1,2%, frente al 0,6% registrado en el trimestre anterior. Ello obedeció principalmente a la reducción de las operaciones de titulización en el cuarto trimestre. Así pues, es posible que, en estos préstamos, continúe el sustancial descenso observado a partir del tercer trimestre de 2009. Sin duda, las estimaciones para el primer trimestre de 2011 apuntan al mantenimiento de esta tendencia, que tiene su origen, en gran medida, en la disminución de las operaciones de titulización retenidas. Al mismo tiempo, se estima que la tasa de crecimiento interanual del total de préstamos a los hogares se ha incrementado hasta el 2,6%, como consecuencia del aumento de los préstamos concedidos por las IFM (véase gráfico 41).

En abril de 2011, la tasa de crecimiento interanual de los préstamos concedidos por las IFM a los hogares se situó en el 3,4%, la misma tasa que se registró en marzo. Las operaciones de titulización influyeron en los flujos mensuales de préstamos a los hogares en el primer trimestre de 2011, sobre todo en enero y marzo (véase sección 2.1, para más información). Cuando se efectúa una corrección en estas operaciones de titulización, pueden observarse claros descensos tanto en los flujos mensuales como en las tasas de crecimiento interanual, aunque ambas variables siguen siendo positivas. La tasa

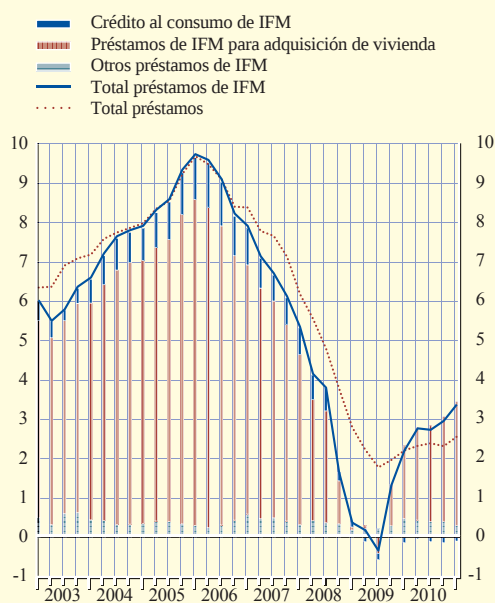
de crecimiento interanual ajustada fluctúa en estos momentos en torno al 3%, lo que confirma la opinión de que la dinámica del endeudamiento de los hogares se ha moderado.

En cuanto a los subcomponentes de los préstamos de las IFM a los hogares, la tasa de crecimiento interanual de los préstamos para adquisición de vivienda siguió siendo la más elevada, situándose en abril en el 4,4%, sin cambios respecto a marzo y 0,7 puntos porcentuales más elevada que a finales de 2010. Al mismo tiempo, el crédito al consumo y el crédito para otros fines mantuvieron su debilidad durante los cuatro primeros meses de 2011, y los flujos mensuales permanecieron más o menos estabilizados. La tasa de crecimiento interanual del crédito al consumo continuó siendo negativa (situándose en el -0,6% en abril, frente al -0,7% del primer trimestre), mientras que la del crédito para otros se redujo (del 2% en marzo al 1,8% en abril). La persistencia del crecimiento negativo del crédito al consumo podría estar relacionada con un menor deseo por parte de los consumidores de realizar compras importantes (como indican los resultados de la encuesta de consumo de la Comisión Europea).

Según la última encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro, la demanda neta de presta-

Gráfico 41 Total de préstamos concedidos a los hogares

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



Fuente: BCE.

Notas: El total de préstamos comprende los préstamos a hogares concedidos por todos los sectores institucionales, incluido el resto del mundo. El total de préstamos concedidos a los hogares en el primer trimestre de 2011 se ha estimado a partir de las operaciones que figuran en las estadísticas monetarias y bancarias. Para más información sobre las diferencias en el cálculo de las tasas de crecimiento entre préstamos de las IFM y total de préstamos, véanse las notas técnicas pertinentes.

mos para adquisición de vivienda y de crédito al consumo por parte de los hogares se redujo en el primer trimestre de 2011. En el caso de los préstamos para adquisición de vivienda, las entidades de crédito participantes en la encuesta consideraron que esta reducción era sustancial y que se debía, principalmente, al empeoramiento observado en las perspectivas del mercado de la vivienda. La demanda de crédito al consumo sufrió como consecuencia del reducido gasto en bienes de consumo duradero y de la titubeante confianza de los consumidores. No obstante, las entidades de crédito esperan que se produzca una evolución favorable de la demanda de préstamos en el segundo trimestre del año, a pesar de que el préstamo a los hogares podría verse frenado por el momento a causa de su elevado endeudamiento y del mantenimiento de unos criterios de aprobación del crédito, en general, restrictivos.

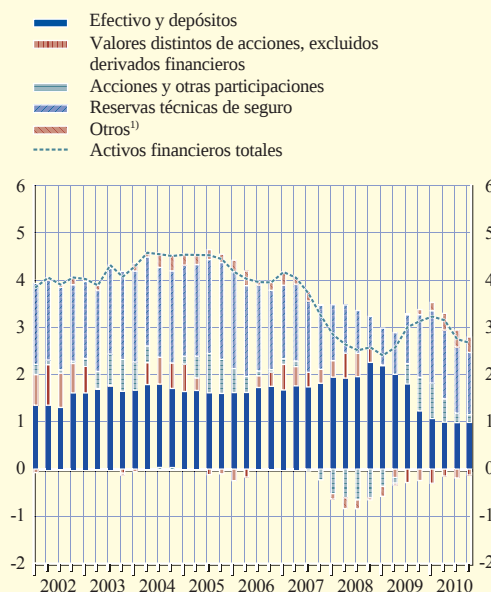
Por lo que se refiere al activo del balance del sector hogares, la tasa de crecimiento de la inversión financiera total siguió reduciéndose, hasta situarse en el 2,7% en el cuarto trimestre de 2010 (frente al 2,8% del trimestre anterior), alcanzando un nivel próximo al observado durante la crisis financiera (véase gráfico 42). En lo que respecta a los subcomponentes de la inversión financiera total, en el cuarto trimestre se registraron de nuevo, por tercer trimestre consecutivo, flujos de entrada en los saldos de efectivo y depósitos. No obstante, su contribución a la tasa de crecimiento interanual de la inversión financiera de los hogares se mantuvo prácticamente estable. Al mismo tiempo, las contribuciones de la inversión en acciones y otras participaciones volvió a reducirse, como consecuencia, probablemente, de la incertidumbre existente en torno a la evolución económica y fiscal y de las continuas tensiones observadas en los mercados de deuda soberana, que podrían haber avivado la aversión de los hogares a activos de más riesgo. En el mismo sentido, la contribución de las reservas técnicas de seguro a la tasa de crecimiento de la inversión financiera total de los hogares siguió siendo la más importante, aunque, en términos absolutos, se redujo ligeramente. Por último, la contribución realizada por los valores distintos de acciones (excluidos los derivados financieros) al crecimiento interanual de la inversión financiera de los hogares aumentó, pero siguió siendo negativa.

POSICIÓN FINANCIERA

Se estima que la deuda en relación con la renta disponible de los hogares ha disminuido hasta situarse en torno al 97,4% en el primer trimestre de 2011 (véase gráfico 43), la primera reducción evidente desde principios de 2009. Esta evolución refleja una visible mejora de la renta disponible de los hogares, que superó el nuevo incremento observado en el endeudamiento total de los hogares. En el mismo sentido, también se estima que la carga por intereses del sector hogares ha pasado del 2,1% de la renta disponible en el cuarto trimestre de 2010 al 2% en el primer trimestre de 2011, continuando con la tendencia descendente observada desde finales de 2008. Esta evolución obedeció, asimismo, al incremento de la renta disponible de los hogares, que superó al aumento del endeudamiento total de los ho-

Gráfico 42 Inversión financiera de los hogares

(tasas de variación interanual; puntos porcentuales)



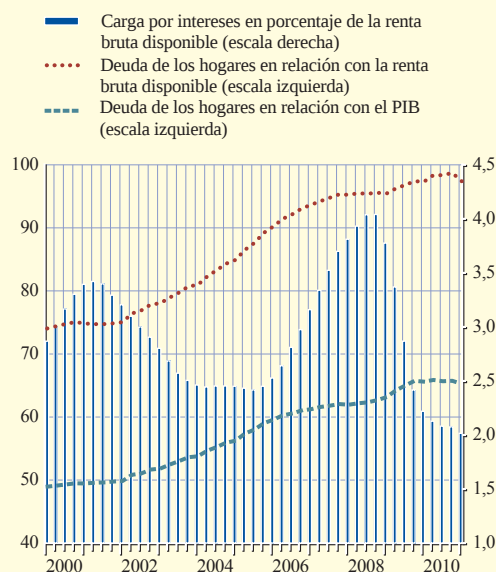
Fuentes: BCE y Eurostat.

1) Incluye préstamos y otras cuentas pendientes de cobro.

gares en un entorno de ligeras subidas de los tipos de interés durante el trimestre analizado. Por último, la deuda en relación con el PIB también parece que se ha reducido en el primer trimestre del año (situándose en el 65,3%, frente al 65,7% del cuarto trimestre de 2010).

Gráfico 43 Endeudamiento y carga por intereses de los hogares

(porcentajes)



Fuentes: BCE y Eurostat.

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

3 PRECIOS Y COSTES

Según el avance de Eurostat, la inflación interanual medida por el IAPC de la zona del euro fue del 2,7% en mayo de 2011, frente al 2,8% de abril. El hecho de que las tasas de inflación registradas en los últimos meses hayan sido relativamente elevadas se debe, principalmente, a las subidas de los precios de la energía y de las materias primas. Las expectativas de inflación deben seguir firmemente ancladas en niveles compatibles con el objetivo del Consejo de Gobierno de mantener las tasas de inflación en un nivel inferior, aunque próximo, al 2% en el medio plazo. Las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema de junio de 2011 sitúan la inflación interanual medida por el IAPC en un intervalo comprendido entre el 2,5% y el 2,7% en 2011, y entre el 1,1% y el 2,3% en 2012. Los riesgos para las perspectivas de evolución de los precios a medio plazo siguen al alza.

3.1 PRECIOS DE CONSUMO

Las tasas de inflación aumentaron considerablemente en 2010, desde alrededor del 1% en enero hasta situarse por encima del 2% en diciembre. Desde principios de 2011, la tasa de crecimiento interanual de la inflación medida por el IAPC ha permanecido claramente por encima del 2%, como consecuencia de las subidas de los precios de la energía y de las materias primas no energéticas. No obstante, los últimos datos sobre el IAPC apuntan a una estabilización de las tasas de inflación medidas por el IAPC, debido a la reciente caída de los precios del petróleo. Según el avance de Eurostat, la inflación interanual medida por el IAPC de la zona del euro se redujo hasta el 2,7% en mayo de 2011, desde el 2,8% del mes anterior (véase cuadro 7). Los datos del Boletín Petrolífero semanal de la Comisión Europea, que proporciona una indicación de la evolución de aproximadamente la mitad del componente energético del IAPC, muestran que, en mayo, los precios de consumo de los carburantes y del gasóleo para calefacción disminuyeron un 2,1% con respecto al mes precedente.

En abril, el último mes para el que se dispone de una desagregación oficial, la tasa de variación interanual del componente energético del IAPC se situó en el 12,5%, manteniéndose en niveles de dos dígitos por quinto mes consecutivo. La persistente y elevada tasa de variación de la inflación de la energía tiene su origen, fundamentalmente, en las fuertes subidas de los precios del petróleo registradas desde noviembre de 2010, con un aumento del 40% de los precios del crudo, expresados en euros, de unos 60 euros por barril a 85 euros en abril de 2011. Este pronunciado incremento ha compensado con creces los efectos de base a la baja derivados del hecho de que el alza de los precios del petróleo de los

Cuadro 7 Evolución de los precios

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

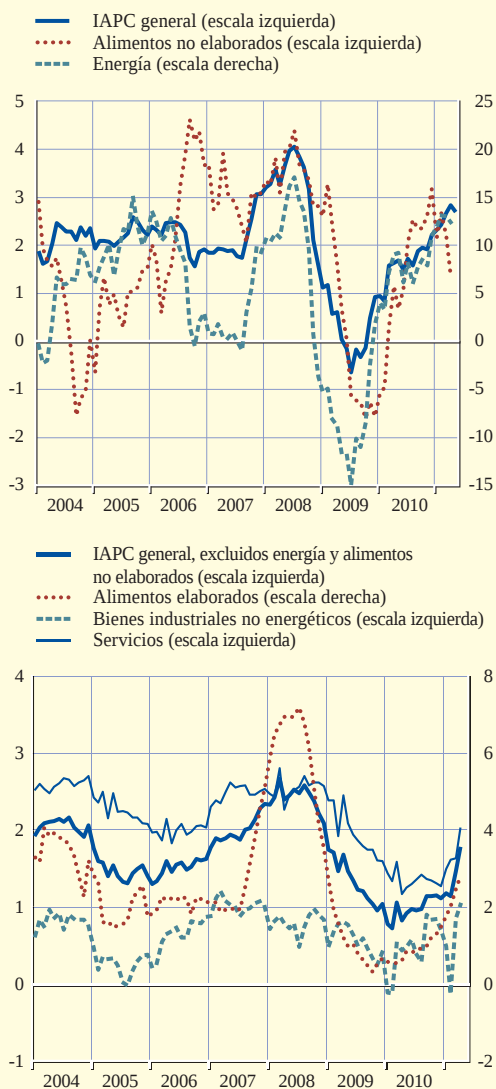
	2009	2010	2010 Dic	2011 Ene	2011 Feb	2011 Mar	2011 Abr	2011 May
IAPC y sus componentes								
Índice general ¹⁾	0,3	1,6	2,2	2,3	2,4	2,7	2,8	2,7
Energía	-8,1	7,4	11,0	12,0	13,1	13,0	12,5	.
Alimentos no elaborados	0,2	1,3	3,2	2,2	2,7	2,2	1,4	.
Alimentos elaborados	1,1	0,9	1,5	1,8	2,0	2,5	2,8	.
Bienes industriales no energéticos	0,6	0,5	0,7	0,5	0,1	0,9	1,0	.
Servicios	2,0	1,4	1,3	1,5	1,6	1,6	2,0	.
Otros indicadores de precios								
Precios industriales	-5,1	2,9	5,4	6,0	6,6	6,8	6,7	.
Precios del petróleo (euro/barril)	44,6	60,7	69,6	72,6	76,6	82,1	85,1	79,8
Precios de las materias primas no energéticas	-18,5	44,7	49,6	46,0	47,5	35,7	15,1	11,0

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

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

Gráfico 44 Desagregación del IAPC por principales componentes

(tasas de variación interanual; datos mensuales)



Fuente: Eurostat.

cuatro primeros meses de 2010 ya no se incluye en la comparación interanual. Desde principios de 2011, las tasas de inflación interanual más altas se han observado en partidas directamente vinculadas con los precios del petróleo, como los combustibles líquidos (en torno al 30%) y los carburantes para el transporte privado (alrededor del 15%). Las tasas de variación interanual de los otros subcomponentes principales de la energía, el gas y la electricidad, que siguen la tendencia de los precios del petróleo con un desfase, han registrado avances más moderados, aunque todavía considerables, de casi el 10%.

Antes de estabilizarse en febrero de 2011, los precios internacionales de las materias primas alimentarias también habían aumentado de manera bastante constante durante un año y medio. En consecuencia, la tasa de crecimiento interanual del total de precios de los alimentos (incluidos el alcohol y el tabaco) se incrementó desde el -0,1% de enero de 2010 hasta el 2,2% de abril de 2011. Aunque la tasa de crecimiento de los precios de los alimentos no elaborados ha descendido en los últimos meses, la de los precios de los alimentos elaborados ha continuado acelerándose. Entre los factores determinantes de este aumento general se incluyen los efectos de base al alza derivados de la evolución de los precios de los alimentos un año antes y unas condiciones meteorológicas adversas que han afectado a determinadas partidas del componente de alimentos no elaborados, en particular a la fruta y las verduras. Más recientemente, la contribución de los alimentos elaborados a la inflación general de los precios de los alimentos ha aumentado, reflejando la transmisión de las subidas de precios de las materias primas alimentarias en los mercados internacionales desde principios de 2010. No obstante, en comparación con la evolución observada en el período

de 2007-2008, la transmisión ha sido débil. Además, la tasa de variación interanual de los precios de los alimentos elaborados excluido el tabaco, que debería verse afectada más directamente por las fluctuaciones de los precios de las materias primas, se situó en el 2,3% en abril. Si se compara con los máximos de entre el 7% y el 8% que se alcanzaron en el verano de 2008, esta cifra sigue siendo contenida. Dos factores han contribuido a amortiguar la transmisión en este caso: i) los precios de consumo de los alimentos también están determinados por los costes de otros factores, como los salarios, que se han mantenido relativamente moderados hasta el momento, y ii) la capacidad de las empresas para fijar precios todavía presenta restricciones, y algunos productores y minoristas han absorbido los aumentos de los costes de los factores en sus márgenes, especialmente en el contexto de una fuerte competencia minorista en ciertos países.

El impacto de una perturbación en los precios de las materias primas alimentarias suele hacerse patente primero en los precios industriales, antes de transmitirse a los minoristas y luego a los consumidores. La evolución de los precios industriales confirma la existencia de crecientes presiones latentes en la cadena de producción de los alimentos. Los precios industriales de los alimentos aumentaron un 8% en abril de 2011, en comparación con el 7,6% de marzo. Pese a este nuevo incremento, las tasas de variación interanual se mantienen muy por debajo de los niveles superiores al 10% alcanzados en el primer semestre de 2008, pero considerablemente por encima del 0,3% observado en julio de 2010. Esto sugiere que la transmisión de las subidas de los precios de las materias primas alimentarias a los precios industriales de los alimentos y a los bienes de consumo todavía no se ha completado. La experiencia pasada muestra que las perturbaciones en los precios de las materias primas suelen tardar entre dos y cuatro trimestres en transmitirse a lo largo de la cadena de producción de los alimentos y llegar plenamente al nivel de los consumidores.

Si se excluyen los alimentos y la energía, que representan cerca del 30% de la cesta del IAPC, la inflación interanual medida por el IAPC se situó en el 1,6% en abril de 2011, frente al 1,3% de marzo. Estas cifras son considerablemente superiores a las registradas desde mediados de 2010, cuando esta medida de la inflación subyacente fluctuaba entre el 1% y el 1,1%. La inflación medida por el IAPC, excluidos los alimentos y la energía, está determinada fundamentalmente por factores internos, como los salarios, los márgenes y los impuestos indirectos, y tiene dos componentes principales, los bienes industriales no energéticos y los servicios.

La inflación de los bienes industriales no energéticos siguió una tendencia alcista entre el segundo trimestre de 2010 y el final del año, como consecuencia de los efectos de base al alza y de los incrementos registrados en términos intermensuales. Estos incrementos fueron resultado de modificaciones de impuestos y, probablemente, de cierta transmisión de la depreciación del tipo de cambio y de las subidas de los precios de las materias primas ocurridas anteriormente. Sin embargo, se vieron limitados por una demanda reducida, aunque en aumento, y por un crecimiento moderado de los salarios. En 2011, la inflación de los bienes industriales no energéticos ha sido bastante volátil, ya que descendió hasta el 0,5% en enero y hasta el 0,1% en febrero, antes de repuntar y situarse en el 0,9% en marzo y de volver a elevarse ligeramente en abril, hasta el 1%. Esta volatilidad refleja principalmente el efecto causado por la introducción de nuevas normas sobre el tratamiento de los productos de temporada en las tasas de variación interanual de los precios de algunas partidas del IAPC¹.

El componente de bienes industriales no energéticos puede desagregarse en tres subcomponentes: bienes de consumo duradero (automóviles, muebles, aparatos electrónicos, etc.), bienes de consumo semiduradero (materiales de artículos de vestir, productos textiles, libros, etc.) y bienes de consumo no duradero (suministro de agua, productos farmacéuticos, periódicos, etc.). La tasa de variación interanual de los precios de los bienes de consumo duradero ha estado fluctuando en torno al 0,3% desde septiembre de 2010, ocultando el hecho de que los precios de las categorías individuales han estado moviéndose claramente en direcciones opuestas. En cuanto a los precios de los automóviles, la tasa de variación interanual pasó a ser positiva en julio de 2010 y aumentó hasta el 1,1% en abril de 2011. Sin embargo, este efecto al alza sobre la inflación de los bienes industriales no energéticos se ha visto compensado por los descensos más acusados registrados en los precios de algunos aparatos electrónicos. La evolución de los precios de los bienes de consumo semiduradero está determinada, fundamentalmente, por las rebajas de temporada (de invierno y de verano). En 2011, los precios de estos productos han sido muy volátiles, reflejan-

¹ Para más detalles, véase el recuadro titulado «Cambios metodológicos en la elaboración del IAPC y su impacto sobre los datos más recientes», *Boletín Mensual*, BCE, abril de 2011.

do la introducción de nuevas normas sobre el tratamiento de los productos de temporada, que ha tenido un impacto a la baja sobre las tasas de variación interanual de los precios de los artículos de vestir y del calzado en enero y febrero y un efecto alcista en marzo. En particular, la inflación de los precios de los bienes de consumo semiduradero cayó hasta el -1,2% en febrero y repuntó hasta situarse en el 1,2% en abril. Tras fluctuar en torno al 1,1% durante 2010, la inflación de los precios de los bienes de consumo no duradero se incrementó hasta el 1,3% en el primer trimestre de 2011 y hasta el 1,5% en abril, muy probablemente como consecuencia del moderado crecimiento de la demanda.

La inflación de los precios de los servicios ha experimentado un alza considerable en 2011, desde el 1,3% de diciembre de 2010 hasta el 1,6%, en promedio, en el primer trimestre de 2011, alcanzando el 2% en abril. Este incremento general de la inflación de los precios de los servicios refleja subidas en varios subcomponentes. Por ejemplo, la tasa de variación interanual de los precios de los servicios recreativos y culturales, una categoría que incluye varios servicios de ocio, como los servicios de hostelería y alojamiento y las vacaciones organizadas, ascendió desde el 1,2% de finales de 2010 hasta el 1,5% en el primer trimestre de 2011, antes de situarse en el 2,2% en abril. El avance registrado en el primer trimestre de 2011 fue generalizado en todos los servicios de ocio, y es muy probable que se debiera a la mayor demanda, mientras que el incremento de abril fue atribuible al acusado crecimiento de la tasa de variación interanual de los precios de las vacaciones organizadas, que se elevó hasta el 6,8%. Este pronunciado crecimiento fue resultado de que las vacaciones de Semana Santa fueron en fechas distintas a las de 2010 y, por consiguiente, se espera que sea temporal. Además, la tasa de variación interanual de la inflación de los servicios de transporte ha estado elevándose gradualmente desde finales de 2010, y en abril se incrementó de forma significativa, hasta el 3,2%, debido a cierta transmisión de las recientes subidas de los precios del petróleo y al impacto temporal al alza que el distinto calendario de vacaciones de Semana Santa anteriormente mencionado tuvo sobre algunos servicios de transporte, como el transporte aéreo. Asimismo, el subcomponente de servicios diversos, que incluye la educación, la atención sanitaria y los servicios de protección social, aumentó sensiblemente, desde el 1,4% de diciembre de 2010 hasta el 2,2% de abril de 2011. Este incremento parece haber estado estrechamente relacionado con la sustancial subida que han experimentado recientemente los precios administrados, con una tasa de variación interanual que pasó del 2,3% de diciembre de 2010 al 3,7% de abril de 2011. Por último, la tasa de variación interanual de los precios del subcomponente de vivienda, del que una parte importante son alquileres, solo ha registrado un ligero avance desde finales del año pasado, y en abril se situó en el 1,8%. La tasa de variación interanual de los precios de los servicios de comunicación fue del -0,9% en abril, un nivel comparable al observado hacia finales del año pasado.

De cara al futuro, y teniendo en cuenta el hecho de que los precios del crudo se situaron en torno a 80 euros por barril a finales de mayo de 2011, así como los precios de los contratos de futuros del petróleo, se prevé que la tasa de variación interanual del componente energético del IAPC disminuya ligeramente en mayo y junio. No obstante, debido a las fuertes subidas observadas entre noviembre de 2010 y abril de 2011, es muy probable que permanezca en un nivel elevado hasta el final de 2011, cuando los efectos de base ejercerán considerables presiones a la baja sobre la inflación de la energía. Con todo, la medida en que estos efectos de base serán realmente evidentes en el perfil del componente energético del IAPC dependerá de hasta qué punto se cumplan las expectativas incorporadas actualmente en los futuros de los precios del petróleo (es decir, no habrá nuevos incrementos en los precios del crudo).

Sobre la base de los precios actuales de los futuros sobre materias primas alimentarias, cabe esperar que la tasa de crecimiento interanual de los precios de los alimentos siga aumentando en los próximos meses y que se mantenga por encima de la inflación medida por el IAPC en 2011. No obstante, existe un elevado grado de incertidumbre en torno a estas perspectivas, ya que resulta difícil anticipar la transmisión

de las perturbaciones en los precios de las materias primas alimentarias, debido a la política agrícola de la UE². El alcance de la transmisión de las subidas de los precios de los alimentos en la zona del euro también dependerá del comportamiento de productores y minoristas, así como de la fortaleza de la demanda de los consumidores.

Los indicadores adelantados de la inflación de los bienes industriales no energéticos actualmente disponibles, como la evolución de los precios industriales y de los precios de importación de los bienes de consumo (en ambos casos, excluidos los alimentos y el tabaco), indican que continúan las presiones latentes. La medida en que esta evolución de los precios se transmitirá a los precios de los bienes industriales no energéticos es incierta, ya que puede verse limitada por una reducción en el valor de los bienes importados directamente y por el colchón de seguridad que representan los márgenes del comercio minorista. En general, se espera que en 2011 la inflación de los bienes industriales no energéticos fluctúe en torno a su media de largo plazo (desde 1999), que se sitúa en el 0,7%, pero que muestre mayor volatilidad de lo habitual, debido al impacto de las nuevas normas sobre el tratamiento de los productos de temporada en el IAPC. Por último, en los próximos trimestres se prevé que la inflación de los precios de los servicios crezca a tasas similares a las observadas recientemente, impulsada por el fortalecimiento de la demanda interna y la transmisión de anteriores aumentos en los costes de los factores.

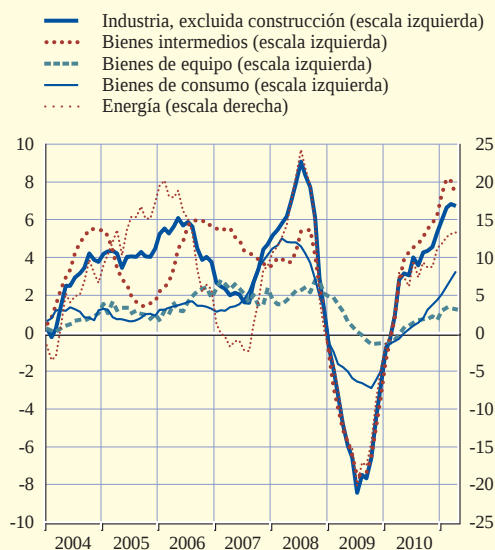
3.2 PRECIOS INDUSTRIALES

Desde el mínimo registrado en el verano de 2009, las presiones sobre la cadena de suministro han aumentado de forma constante (véanse cuadro 7 y gráfico 45). La inflación de los precios industriales, excluida la construcción, se situó en torno al 6% en los primeros meses de 2011, y en el 6,7% en abril de 2011, frente al 6,8% de marzo. El IPRI general puede desagregarse en bienes intermedios, bienes de equipo, bienes de consumo y energía. La tendencia al alza observada en la inflación de los precios industriales estuvo impulsada fundamentalmente por la energía y los bienes intermedios, como consecuencia de las subidas de los precios del petróleo y de otras materias primas. Además de los aumentos de los precios de las materias primas alimentarias y agrícolas, los precios de las materias primas industriales y de los metales se han incrementado sustancialmente, a causa, en cierta medida, de la recuperación de la demanda mundial. En el primer trimestre de 2011, las tasas de variación interanual de los precios de la energía y de los bienes intermedios se situaron en niveles aproximadamente tres y cuatro veces superiores a su media desde 1991. La tasa de variación interanual de los precios de los bienes de consumo ha avanzado de forma constante desde el otoño de 2009, al igual que la de los precios de los bienes de equipo desde finales de 2009. La recuperación gradual de los precios de estos dos componentes refleja, en parte, una mayor demanda de bienes de consumo y de bienes de equipo producidos en la zona del euro. Dentro del componente de bienes de consumo, la tasa de variación interanual de los precios de los bienes de consumo no duradero no se tornó positiva hasta junio de 2010, y en abril de 2011 ascendió hasta situarse en el 3,4%, como consecuencia del aumento de los precios industriales de los alimentos, tras la subida de los precios de las materias primas alimentarias. Sin embargo, los recientes y pronunciados incrementos de los precios industriales de los alimentos no han sido tan extremos como los registrados en 2007, lo que sigue indicando que la transmisión de la subida de los precios de las materias primas alimentarias es relativamente limitada. La tasa de variación interanual de los precios industriales de los bienes de consumo, excluidos los alimentos y el tabaco, aumentó desde el 0,7% re-

2 Para más detalles, véase el recuadro titulado «Precios de las materias primas agrícolas y del componente de alimentos del IAPC de la zona del euro», *Boletín Mensual*, BCE, junio de 2010.

Gráfico 45 Desagregación de los precios industriales

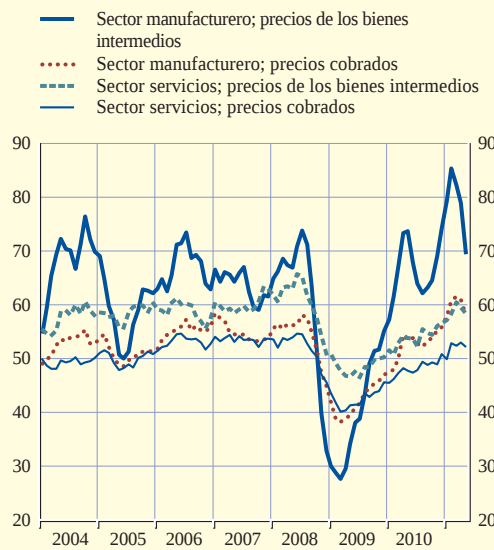
(tasas de variación interanual; datos mensuales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

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

(índices de difusión; datos mensuales)



Fuente: Markit.

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

gistrado en el primer trimestre de 2011 hasta situarse en el 1,1% en abril, lo que apunta a crecientes presiones latentes sobre la inflación subyacente de los precios de consumo.

Hasta mayo, los datos de las encuestas sobre precios industriales indican que las presiones en la cadena de producción continuaban transmitiéndose a los consumidores. Aunque los datos sobre precios del índice de directores de compras (PMI) muestran que todos los índices han registrado un descenso, según parece debido a las recientes caídas de los precios del petróleo y de otras materias primas, se mantienen en niveles elevados. En el sector manufacturero, el índice de precios de venta se redujo de 61 en abril a 58 en mayo, mientras que el índice de precios de los bienes intermedios cayó de 79 a 69,4. En los servicios, el índice de precios de venta disminuyó de 53 en abril a 52,1 en mayo, y el de precios de los bienes intermedios de 59,5 a 58,3.

3.3 INDICADORES DE COSTES LABORALES

En consonancia con la mejora de la situación en el mercado de trabajo, todos los indicadores de costes laborales han registrado un aumento gradual en los últimos trimestres (véanse gráfico 47 y cuadro 8).

Los salarios negociados de la zona del euro aumentaron un 1,7% en 2010, frente a un promedio del 2,6% en 2009. En el primer trimestre de 2011, la tasa de crecimiento interanual de los salarios negociados, el único indicador de costes laborales actualmente disponible para ese trimestre, se incrementó hasta el 1,9%, desde el 1,6% del cuarto trimestre de 2010. Sin embargo, las subidas salariales de 2010, y en gran medida también las de principios de 2011, fueron acordadas antes del aumento que ha experimentado la inflación general medida por el IAPC recientemente, tras los fuertes incrementos

de los precios de las materias primas. De cara al futuro, es probable que el patrón de un crecimiento más acusado de los salarios, aunque todavía moderado, persista, en términos generales, en 2011. Las expectativas de que la recuperación económica continuará están propiciando previsiones de que los salarios aumentarán ligeramente tras los tímidos incrementos acordados en los últimos años. Además, en algunos países, los mecanismos de indicación de los salarios, que están vinculados a la inflación, generarán aumentos salariales más pronunciados.

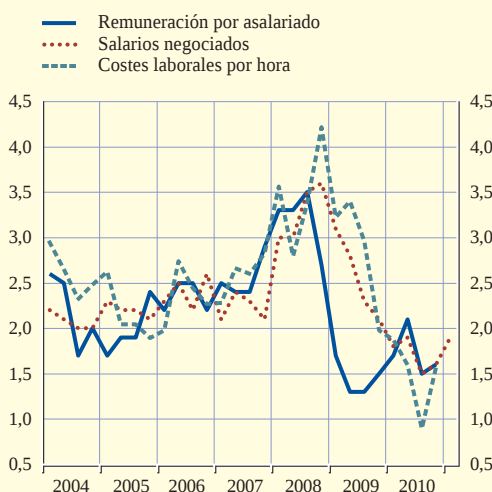
El índice de costes laborales por hora aumentó solo un 1,5%, en promedio, en 2010, en comparación con el 2,9% de 2009. La tasa de crecimiento interanual de este indicador fue levemente volátil en 2010, reduciéndose desde el 1,6% en el segundo trimestre hasta el 0,9% en el tercero, antes de ascender de nuevo hasta el 1,6% en el cuarto trimestre. El incremento de la tasa de crecimiento interanual de los costes laborales por hora en el cuarto trimestre fue atribuible a la evolución de la industria y los servicios (véase gráfico 48), mientras que dichos costes crecieron a un ritmo más lento en la construcción. A escala de países, la tasa de crecimiento de los costes laborales por hora se aceleró en casi todos los países, y únicamente Irlanda y Grecia registraron disminuciones en términos interanuales. En general, los costes no salariales continuaron aumentando a una tasa ligeramente mayor que el componente de sueldos y salarios de los costes laborales por hora.

La remuneración por asalariado se incrementó un 1,7% en 2010, desde el 1,5% de 2009. En el cuarto trimestre de 2010, la tasa de variación interanual fue del 1,6%, desde el 1,5% del tercer trimestre, debido principalmente al repunte del crecimiento de la remuneración por hora trabajada, así como a la disminución de las horas trabajadas por asalariado, lo que, a su vez, probablemente estuvo relacionado con las malas condiciones climatológicas de los últimos meses de 2010.

La productividad del trabajo, medida por persona ocupada, se incrementó un 2,2%, en promedio, en 2010, lo que constituye una recuperación considerable con respecto a la media de 2009, año en que se

Gráfico 47 Indicadores de costes laborales

(tasas de variación interanual; datos trimestrales)



Fuentes: Eurostat, datos nacionales y cálculos del BCE.

Cuadro 8 Indicadores de costes laborales

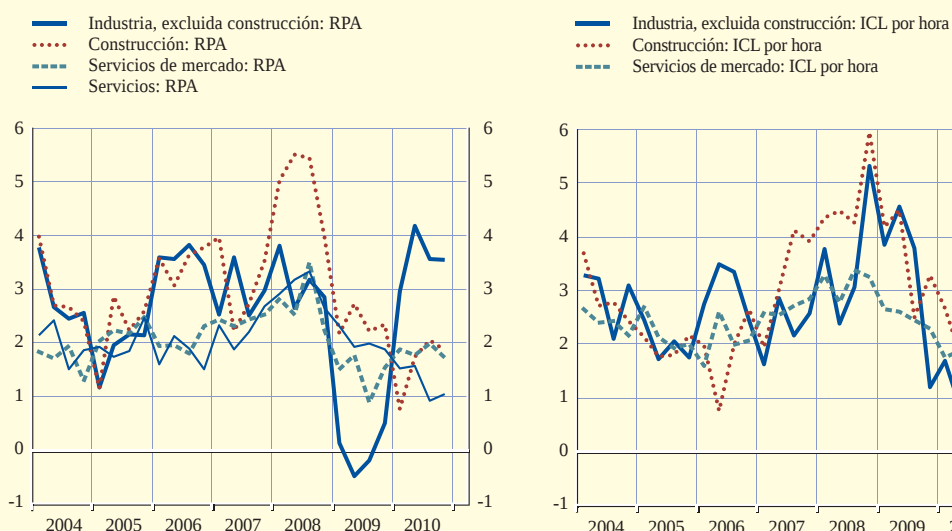
(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

	2009	2010	2010 I	2010 II	2010 III	2010 IV	2011 I
Salarios negociados	2,6	1,7	1,8	1,9	1,5	1,6	1,9
Costes laborales totales por hora	2,9	1,5	1,9	1,6	0,9	1,6	.
Remuneración por asalariado	1,6	1,7	1,7	2,1	1,5	1,6	.
<i>Pro memoria:</i>							
Productividad del trabajo	-2,3	2,2	2,2	2,6	2,1	1,7	.
Costes laborales unitarios	3,9	-0,5	-0,5	-0,6	-0,6	-0,1	.

Fuentes: Eurostat, datos nacionales y cálculos del BCE.

Gráfico 48 Evolución de los costes laborales por sectores

(tasas de variación interanual; datos trimestrales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

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

redujo un 2,3% en total. No obstante, recientemente se ha registrado una desaceleración del crecimiento de la productividad, reflejo de la mejora gradual del empleo. En el cuarto trimestre de 2010, la tasa de variación interanual se situó en el 1,7%, frente al 2,1% y el 2,6% del tercero y segundo trimestre, respectivamente. Con todo, la tasa de crecimiento de la productividad del trabajo fue superior a la de la remuneración por asalariado por cuarto trimestre consecutivo. En consecuencia, la tasa de variación interanual de los costes laborales unitarios volvió a ser negativa en el cuarto trimestre (-0,1%), pero menos que en los tres primeros trimestres. En 2010 en su conjunto, el crecimiento de los costes laborales unitarios se situó en el -0,5%. La reducción de estos costes ha sido beneficiosa para restablecer los márgenes de las empresas, que se vieron severamente afectados por la recesión de 2009.

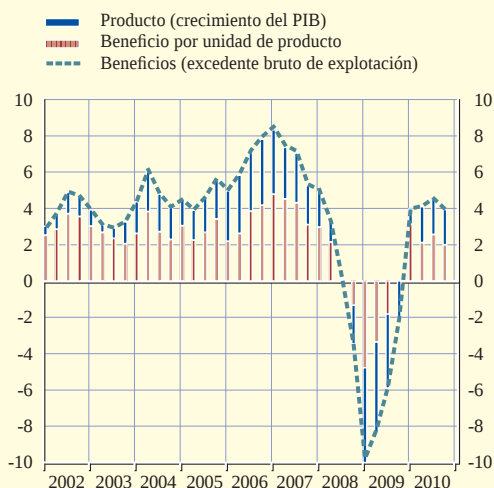
De cara al futuro, en un contexto de mejora del empleo, se espera que la productividad del trabajo siga creciendo, si bien a un ritmo más moderado. Esto, junto con una tasa de crecimiento de la remuneración por asalariado que todavía es limitada, aunque está aumentando gradualmente, debería contribuir a un ligero repunte del crecimiento de los costes laborales unitarios de las empresas de la zona del euro. No obstante, es probable que las presiones sobre los costes laborales sigan siendo contenidas a medio plazo, habida cuenta de que la mejora del mercado de trabajo solo es gradual.

3.4 EVOLUCIÓN DE LOS BENEFICIOS EMPRESARIALES

Tras los significativos descensos registrados durante la última recesión, los beneficios empresariales se recuperaron considerablemente en 2010 (véase gráfico 49), debido a la expansión de la actividad económica (volumen) y al aumento del margen por unidad de producto. Las empresas se beneficiaron del menor crecimiento de los costes laborales unitarios, y para el cuarto trimestre de 2010 habían recuperado aproximadamente dos terceras partes de las pérdidas sufridas durante la recesión.

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

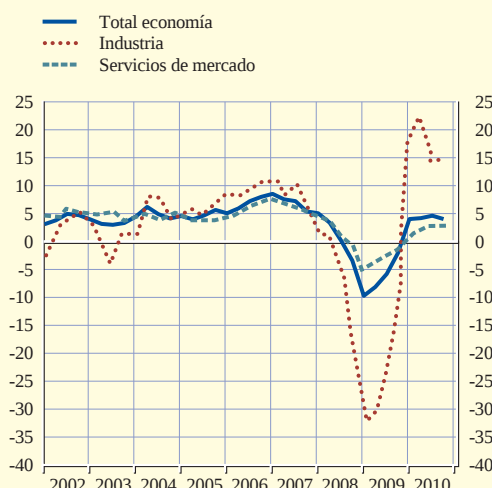
(tasas de variación interanual; datos trimestrales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Gráfico 50 Evolución de los beneficios en la zona del euro por principales ramas de actividad

(tasas de variación interanual; datos trimestrales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

En cuanto a la evolución de los grandes sectores económicos, el nivel de beneficios en la industria y en los servicios de mercado se recuperó en 2010 (véase gráfico 50). Los beneficios de la industria, un sector muy cíclico, registraron un aumento particularmente acusado, alcanzando una tasa de crecimiento interanual del 14%, en promedio, en el segundo semestre de 2010. Con todo, esta tasa fue algo inferior a la del 21,2% observada en el primer semestre del año. En cambio, los beneficios en los servicios de mercado se incrementaron un 2,2%, en promedio y en términos interanuales, en el segundo semestre de 2010, en comparación con solo el 1,1% de la primera mitad del año. Pese a que el crecimiento de los beneficios en la industria fue considerablemente superior al de los servicios de mercado, la industria ha recuperado una parte más reducida de las pérdidas registradas durante la recesión (alrededor del 57%) que los servicios (el 71%).

De cara al futuro, se espera que la mejora de las condiciones de demanda y los nuevos aumentos de la productividad sigan contribuyendo a la recuperación de los beneficios en 2011, aunque probablemente a un ritmo más lento, en general, que el observado recientemente. Además, las perspectivas de beneficios a corto plazo están sujetas a mayor incertidumbre, debido a las elevadas presiones existentes sobre los costes de los bienes intermedios procedentes de las anteriores subidas de los precios del petróleo y de otras materias primas.

3.5 PERSPECTIVAS DE INFLACIÓN

De cara al futuro, es probable que las tasas de inflación se mantengan claramente por encima del 2% en los próximos meses. También se observan presiones al alza sobre la inflación, asociadas principalmente a los precios de la energía y de las materias primas, en las primeras fases del proceso de producción. Es fundamental que el aumento de la inflación medida por el IAPC no origine efectos de segunda vuelta en la fijación de precios y salarios y dé lugar a presiones inflacionistas generalizadas a medio plazo. Las expectativas de inflación deben seguir firmemente ancladas en niveles compatibles con el objetivo del Consejo de Gobierno de mantener las tasas de inflación en un nivel inferior, aunque próximo, al 2% a medio plazo.

Las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro de junio de 2011 sitúan la inflación interanual medida por el IAPC en un intervalo comprendido entre el 2,5% y el 2,7% en 2011, y entre el 1,1% y el 2,3% en 2012. En comparación con las proyecciones macroeconómicas elaboradas por el BCE de marzo de 2011, el intervalo para 2011 se ha revisado al alza, principalmente como consecuencia de la subida de los precios de la energía, mientras que el intervalo para 2012 se ha reducido ligeramente. Conviene señalar que las proyecciones se basan en una serie de supuestos puramente técnicos que incluyen los precios del petróleo, los tipos de interés y los tipos de cambio. Concretamente se parte del supuesto de que los precios del petróleo bajarán ligeramente y que los tipos de interés a corto plazo aumentarán, en consonancia con las expectativas del mercado. En general, las proyecciones indican que las elevadas tasas de inflación observadas recientemente no generan presiones inflacionistas generalizadas en la zona del euro.

Los riesgos para las perspectivas de evolución de los precios a medio plazo se mantienen al alza y están relacionados, en particular, con subidas mayores de lo previsto de los precios de la energía. Además, existe el riesgo de que los impuestos indirectos y los precios administrados aumenten más de lo esperado actualmente, debido a la necesidad de sanear las finanzas públicas en los próximos años. Por último, los riesgos al alza podrían proceder de presiones internas sobre los precios más fuertes de lo previsto en el contexto de aumento de utilización de la capacidad productiva en la zona del euro.

4 PRODUCTO, DEMANDA Y MERCADO DE TRABAJO

En el primer trimestre de 2011, la zona del euro registró un fuerte crecimiento intertrimestral del PIB real, cifrado en el 0,8%, en comparación con el aumento del 0,3% observado en el cuarto trimestre de 2010. Las últimas estimaciones estadísticas y los indicadores de opinión apuntan al mantenimiento de la expansión de la actividad económica en la zona del euro en el segundo trimestre del año, aunque a un ritmo más lento.

De cara al futuro, la expansión actual observada en la economía mundial debería sostener las exportaciones de la zona del euro. Al mismo tiempo, teniendo en cuenta el favorable nivel de confianza empresarial existente en la zona, la demanda interna del sector privado debería contribuir cada vez más al crecimiento económico, aprovechando que la orientación de la política monetaria sigue siendo acomodaticia, así como 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.

Esta valoración se ve reflejada, asimismo, en las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro de junio de 2011, según las cuales el crecimiento anual del PIB real se situará en un intervalo comprendido entre el 1,5% y el 2,3% en 2011, y entre el 0,6% y el 2,8% en 2012. En un entorno de elevada incertidumbre, los riesgos para estas perspectivas económicas siguen estando prácticamente equilibrados.

4.1 PIB REAL Y COMPONENTES DE LA DEMANDA

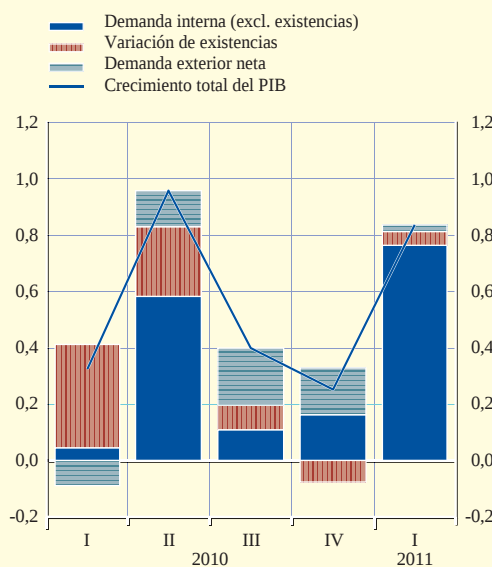
Según la segunda estimación de Eurostat, el PIB real de la zona del euro creció un 0,8%, en tasa intertrimestral, en el primer trimestre de 2011, en comparación con el incremento del 0,3% observado en el cuarto trimestre de 2010 (véase gráfico 51). Esta tasa, que fue más elevada de lo que la mayoría de los analistas había previsto, se debió tanto a los componentes de la demanda como a los componentes de la oferta y, por tanto, confirma que la expansión cíclica de la economía de la zona del euro está en plena marcha. Los indicadores disponibles apuntan al mantenimiento de un positivo dinamismo subyacente en la actividad económica de la zona del euro durante el segundo trimestre de 2011. Sin embargo, se prevé una desaceleración del crecimiento, tras la expansión excepcionalmente intensa que se registró en el primer trimestre a causa de una serie de factores especiales, como la recuperación de la inversión en construcción tras el tiempo inusualmente frío que se observó en diciembre de 2010 en determinadas regiones de la zona del euro.

CONSUMO PRIVADO

El consumo privado se incrementó un 0,3%, en tasa intertrimestral, en el primer trimestre de 2011, un avance similar al del último trimestre de 2010. Pese a haber mostrado tasas de crecimiento intertrimestral

Gráfico 51 Crecimiento del PIB real y contribuciones

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



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

positivas durante seis trimestres consecutivos, en el primer trimestre el gasto en consumo seguía situándose ligeramente por debajo de su último máximo registrado en el primer trimestre de 2008. La evolución reciente de los indicadores de coyuntura y de las encuestas señala nuevas alzas, moderadas, del gasto en consumo en la zona del euro.

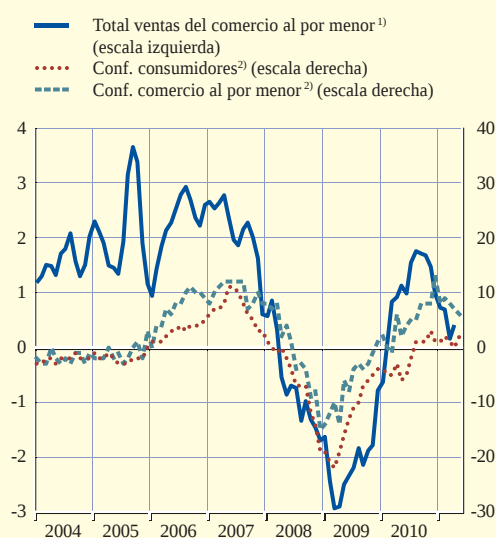
La recuperación tan contenida del consumo privado, que se inició en el tercer trimestre de 2009, tiene su origen, en gran medida, en la lenta evolución de la renta real disponible de los hogares. En las fases iniciales de la recuperación, la débil evolución del mercado de trabajo, en el que se produjeron reducciones del empleo, tuvo un efecto moderador sobre el crecimiento de la renta total. Más tarde, las importantes subidas de precios causadas por la escalada de precios de las materias primas tuvieron un impacto negativo sobre el poder adquisitivo de los consumidores. La tasa de variación interanual de la remuneración por asalariado fue, por ejemplo, negativa en los dos últimos trimestres de 2010. Los efectos moderadores de la débil evolución del crecimiento de la renta sobre el consumo de los hogares se han visto compensados, en cierto modo, por el descenso de la tasa de ahorro en los últimos trimestres. Esta tasa ha venido cayendo desde el cuarto trimestre de 2009 y, en el cuarto trimestre de 2010, se aproximó al nivel más bajo registrado durante la pasada década¹. Si bien los mercados de trabajo han comenzado a mejorar de nuevo, la inflación seguirá afectando a la renta real disponible durante los próximos trimestres (véase sección 3).

La fuerte reducción de la riqueza financiera en 2008 y a principios de 2009 también explica parcialmente el tímido crecimiento del consumo durante la recuperación. No obstante, desde la segunda mitad de 2009 la riqueza financiera ha mostrado tasas de crecimiento interanual positivas. Además, en el cuarto trimestre de 2010 los precios de los inmuebles residenciales aumentaron, en términos interanuales, por tercer trimestre consecutivo, después de seis trimestres seguidos de descenso.

Por lo que respecta a la evolución más reciente de los indicadores cuantitativos, las ventas del comercio al por menor registraron una subida del 0,9% en abril, lo que suponía un inicio positivo para el segundo trimestre (véase gráfico 52). El crecimiento del comercio minorista fue negativo tanto en el cuarto trimestre de 2010 como en el primer trimestre de 2011. Mientras tanto, las matriculaciones de automóviles se redujeron un 4,1% en abril, hasta un nivel del 4% por debajo de su tasa media en el primer trimestre, frente a un avance intertrimestral del 1,4% en el primer trimestre de 2011 y del 6,7% en el último trimestre de 2010. El cambio más notable se observó en Francia, donde las matriculaciones disminuyeron un 18% en abril. Probablemente, este mal dato se debe al impacto de la desaparición de las medidas fiscales introducidas para sostener las ventas de automóviles. El índice de directores de compras (PMI) relativo a las ventas al por menor se situó, en promedio, ligeramente por encima de 50 en abril y mayo de 2011,

Gráfico 52 Ventas del comercio al por menor y confianza del comercio al por menor y de los hogares

(datos mensuales)



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

1 Véase el recuadro titulado «Cuentas integradas de la zona del euro del cuarto trimestre de 2010», *Boletín Mensual*, mayo de 2011.

pero por debajo de la media del primer trimestre de 2011. Según las encuestas de la Comisión Europea, la media de la confianza del comercio al por menor en estos dos trimestres se situó por encima de su media a largo plazo, aunque ligeramente por debajo del nivel alcanzado en el primer trimestre. Ambos indicadores apuntan a un crecimiento positivo, pero lento, de las ventas del comercio minorista en el segundo trimestre de 2011.

Por último, el indicador de la Comisión Europea relativo a la confianza de los consumidores, que ofrece una idea bastante razonable de la tendencia del consumo, aumentó en mayo hasta situarse en un nivel levemente por encima de su media a largo plazo. El último dato es también ligeramente más elevado que la media del primer trimestre. La confianza ha seguido mejorando desde el comienzo de 2009. El principal factor determinante de esta evolución a largo plazo son unas expectativas más positivas en relación con el mercado de trabajo y con la situación económica general. Las expectativas relativas al ahorro y a la situación financiera de los hogares también han mejorado, aunque en menor medida. En general, esta información sugiere una expansión sostenida, pero moderada, del consumo privado en 2011.

INVERSIÓN

La formación bruta de capital fijo se ha recuperado, con una tasa de crecimiento estimada del 2,1%, en términos intertrimestrales, en el primer trimestre de 2011, tras haber registrado un crecimiento nulo en el cuarto trimestre de 2010. Esa tasa intertrimestral ha sido la primera tasa de crecimiento positiva de la inversión total desde el primer trimestre de 2008, salvo el aumento transitorio que se produjo en el segundo trimestre de 2010.

No se dispone aún de una desagregación completa de la formación de capital. Sin embargo, a partir de los datos facilitados por los países, se observa que la inversión, excluida la construcción, que incluye el equipo y la maquinaria, así como los medios de transporte, y que supone la mitad de la inversión total, siguió creciendo en el primer trimestre, impulsada por un fortalecimiento de la actividad económica general y unas condiciones de financiación más favorables. La inversión, excluida la construcción, ha crecido desde el primer trimestre de 2010. La producción industrial de bienes de equipo, un indicador de la inversión futura, excluida la construcción, siguió incrementándose en el primer trimestre de 2011, en términos intertrimestrales. Según las encuestas PMI y de la Comisión Europea, la confianza industrial se elevó de nuevo en el primer trimestre de 2011. Por otra parte, las encuestas de la Comisión indican que la utilización de la capacidad productiva mantuvo su tendencia al alza en abril.

Además, es probable que tanto el componente residencial como el no residencial de la inversión en construcción hayan crecido de forma muy intensa en el primer trimestre de 2011, como sugiere el incremento de la producción de la construcción. Esta mejora de la actividad apunta a una recuperación con respecto a los efectos adversos de la desfavorable situación meteorológica observada en algunos países durante el cuarto trimestre de 2010. Este incremento ha sido el primero desde el último trimestre de 2007, con excepción del segundo trimestre de 2010, en que se registró un avance temporal de la producción, debido de nuevo a la recuperación posterior a los negativos efectos relacionados con la situación meteorológica. No obstante, la debilidad observada en el sector de la construcción continuó en algunos países en los que se habían observado avances sustanciales antes de que se iniciara la reciente recesión.

Por lo que respecta al segundo trimestre de 2011, los escasos indicadores disponibles apuntan al mantenimiento de una tasa de crecimiento positiva de la formación bruta de capital en la zona del euro. Se espera que el aumento de las tasas de utilización de la capacidad productiva siga teniendo un impacto positivo en la inversión, excluida la construcción, ya que la creciente demanda requerirá una mayor

capacidad de producción en algunos países y ramas de actividad. En el recuadro 5, titulado «Contrastación de las estimaciones de la brecha de producción de la zona del euro con otros indicadores cíclicos», se trata con más detalle el concepto de utilización de la capacidad productiva para medir el grado de «atonía» de la economía. Las favorables condiciones de financiación existentes en muchos países ayudan a mantener una formación del capital productiva. El índice PMI de las manufacturas y su componente de nuevos pedidos señalan a una nueva expansión del sector manufacturero en el segundo trimestre. La confianza industrial, medida por las encuestas nacionales y de la Comisión Europea, también presenta unas perspectivas favorables para la inversión, excluida la construcción, en el segundo trimestre. Los indicadores de nuevos pedidos industriales, disponibles hasta marzo de 2011, ponen de manifiesto que, en general, los pedidos han venido creciendo, incluso en la rama de bienes de inversión, lo que resulta coherente con esta favorable evolución.

Se prevé que la inversión en construcción sea más débil en el segundo trimestre de 2011, debido a la normalización de la actividad constructora en aquellas regiones en las que ha registrado cierta volatilidad en los últimos trimestres a causa de las adversas condiciones meteorológicas.

En los próximos trimestres, y si se excluye la volatilidad a corto plazo, se espera que la inversión, excluida la construcción, se fortalezca en línea con el crecimiento de la actividad económica y con el aumento de los beneficios, mientras que las condiciones de financiación siguen siendo favorables. Se prevé un crecimiento más lento de la inversión en construcción. Concretamente, la recuperación de los mercados inmobiliarios debería sostener el componente residencial, como muestra la normalización del número de licencias de obras concedidas. No obstante, la cifra agregada podría ocultar una evolución desigual en los países de la zona del euro, pues algunos de ellos todavía están efectuando ajustes en el sector de la vivienda.

Recuadro 5

CONTRASTACIÓN DE LAS ESTIMACIONES DE LA BRECHA DE PRODUCCIÓN DE LA ZONA DEL EURO CON OTROS INDICADORES CÍCLICOS

En este recuadro se compara brevemente la brecha de producción de la zona del euro con la evolución de varios indicadores cíclicos derivados de encuestas e indicadores del ciclo económico. En general, si bien existe una elevada incertidumbre en cuanto a la magnitud de la brecha de producción, diversos indicadores cíclicos sugieren que la «atonía» de la economía de la zona del euro podría ser menor y que la brecha podría cerrarse con más rapidez de lo que prevén actualmente las instituciones internacionales.

Estimaciones de la brecha de producción de instituciones internacionales

La brecha de producción, que es la diferencia entre los niveles del producto efectivo y del potencial, suele considerarse una medida de la atonía económica, así como una señal de las presiones inflacionistas en la economía. Según las estimaciones actuales, el impacto de la crisis económica y financiera ha provocado una ampliación significativa de la brecha de producción de la zona del euro, de modo que la media de las estimaciones de distintas instituciones internacionales indica una brecha de producción cercana al -4% en 2009, tras una brecha positiva del 0,7% en 2008. Si bien las instituciones internacionales prevén un considerable estrechamiento de la brecha a medida que continúe

la recuperación, las estimaciones de la brecha de producción de la zona del euro para 2011 están comprendidas entre el $-2,3\%$ y el $-3,5\%$, con un valor medio próximo al -3% . La incertidumbre relativa al tamaño de la brecha de producción es muy elevada en estos momentos, ya que son difíciles de estimar los posibles efectos adversos de la crisis económica y financiera sobre el crecimiento del producto potencial¹.

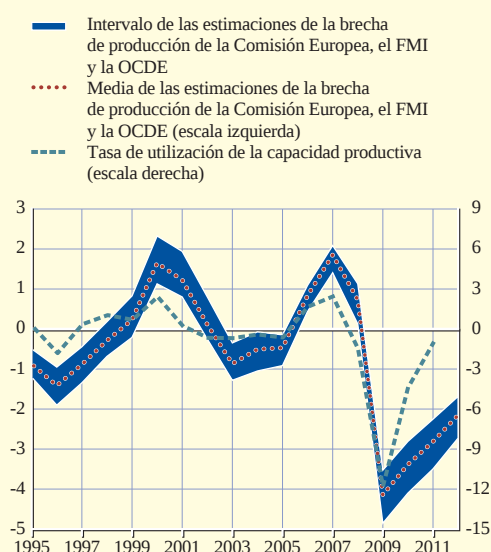
Tasa de utilización de la capacidad productiva y restricciones de la actividad por el lado de la oferta

Otro indicador que puede emplearse para medir el grado de atonía de la economía es la tasa de utilización de la capacidad productiva. En la zona del euro, la información sobre la utilización de la capacidad productiva se recopila trimestralmente en la encuesta de opinión de la Comisión Europea para el sector manufacturero. En esta encuesta, se pregunta a las empresas manufactureras a qué capacidad están funcionando en ese momento (medida como porcentaje de la capacidad total). De conformidad con las estimaciones de la brecha de producción, la tasa de utilización de la capacidad productiva también se redujo considerablemente durante la última recesión, alcanzando un nivel históricamente bajo en 2009 y situándose 12 puntos porcentuales por debajo de su media de largo plazo anterior a la recesión (véase gráfico A)². Sin embargo, en contraste con varias estimaciones de la brecha de producción, la tasa de utilización de la capacidad productiva se recuperó con fuerza posteriormente. Los últimos datos apuntan a una vuelta a un nivel de utilización de la capacidad productiva en la zona del euro prácticamente «normal» en abril de 2011, lo que sugiere una recuperación más acusada de la economía de la zona del euro que lo que señalaban las estimaciones de la brecha de producción de las instituciones internacionales.

Una característica del indicador de utilización de la capacidad productiva es que, al igual que la mayoría de las encuestas de opinión, no se suele revisar, mientras que el grado de incertidumbre de las estimaciones en tiempo real de la brecha

Gráfico A Estimaciones de la brecha de producción de instituciones internacionales y tasa de utilización de la capacidad productiva

(porcentajes, desviación en puntos porcentuales con respecto a la media a largo plazo anterior a la recesión)



Fuentes: Previsiones económicas de la Comisión Europea de la primavera de 2011, FMI, Perspectivas de la Economía Mundial, abril de 2011, OECD Economic Outlook, mayo de 2011 y cálculos del BCE. Nota: La brecha de producción se mide como porcentaje del PIB potencial y la tasa de utilización de la capacidad productiva se mide como porcentaje de la capacidad total.

1 Para información sobre los factores que pueden dar lugar a un desplazamiento duradero a la baja del nivel del producto potencial o incluso a tasas de crecimiento del producto potencial persistentemente más reducidas, véase el recuadro titulado «Estimaciones del producto potencial de la zona del euro», *Boletín Mensual*, BCE, julio de 2009, y el artículo titulado «Tendencias del producto potencial», *Boletín Mensual*, BCE, enero de 2011.

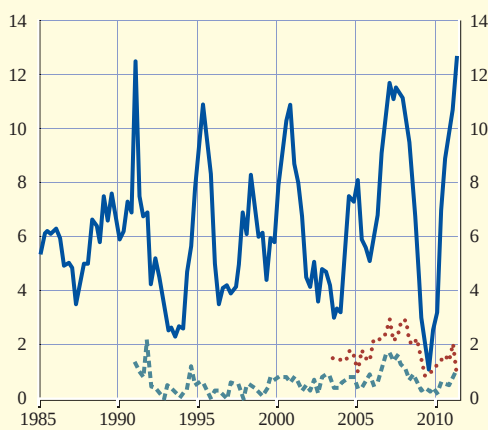
2 Las cifras de utilización de la capacidad productiva se han ajustado para que puedan ser comparables con las cifras relativas a la brecha de producción, como se explica a continuación. Se desplazan un trimestre hacia atrás, ya que los datos de utilización de la capacidad productiva publicados con una antelación de un trimestre reflejan en gran medida la evolución económica del trimestre anterior. Se resta la media del período anterior a la crisis (desde el primer trimestre de 1985 hasta el cuarto trimestre de 2007), de modo que el valor cero indique el nivel de utilización de la capacidad productiva «normal». Por último, las cifras anuales se calculan promediando las cifras trimestrales correspondientes al año. La cifra para 2011 se calcula como el valor medio de las cifras correspondientes a los dos primeros trimestres de 2011.

Gráfico B Restricciones a la actividad

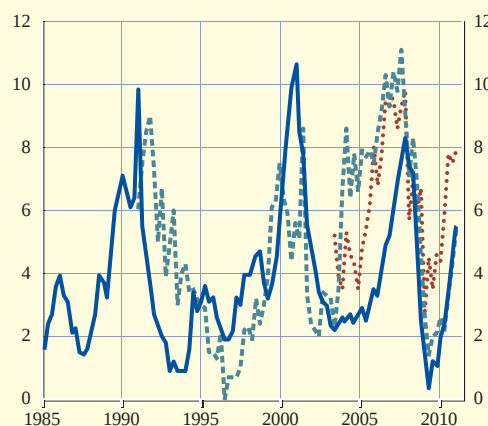
(porcentajes)

— Manufacturas
 Servicios
 - - - - Construcción

a) Falta de equipo



b) Escasez de mano de obra



Fuente: Comisión Europea.

Nota: La última observación se refiere a abril de 2011.

de producción basada en modelos suele ser elevado y las estimaciones se revisan frecuentemente³. Sin embargo, cuando se emplea la tasa de utilización de la capacidad productiva para calcular la brecha de producción, conviene tener en cuenta algunas limitaciones de este indicador. En primer lugar, el indicador de utilización de la capacidad productiva se refiere únicamente al sector manufacturero, mientras que las estimaciones de la brecha de producción se basan en el total de la economía. En segundo lugar, cuando los encuestados evalúan su utilización de la capacidad productiva no toman en consideración necesariamente la atonía en la utilización del factor trabajo a nivel de la economía en su conjunto. Con todo, pese a estas limitaciones, parece haber una fuerte relación entre la evolución de la utilización de la capacidad productiva y las estimaciones de la brecha de producción (véase gráfico A).

Otros indicadores de opinión relativos al empleo de recursos confirman las señales de la tasa de utilización de la capacidad productiva para el sector manufacturero, y suministran información sobre las otras dos principales ramas de actividad, es decir, los servicios y la construcción (véase gráfico B). Por lo que se refiere al sector manufacturero, las restricciones a la producción derivadas de la falta de equipo y de mano de obra han crecido significativamente en los últimos trimestres. El indicador de falta de equipo ha alcanzado un nuevo máximo histórico y el indicador correspondiente a la escasez

3 En el recuadro titulado «Recuperación de la utilización de la capacidad productiva en la zona del euro», *Boletín Mensual*, BCE, octubre de 2010, se encuentra una descripción detallada de la recuperación de la capacidad productiva. Para una información más pormenorizada del papel de las estimaciones del producto potencial en el análisis macroeconómico y de la incertidumbre en torno a su medición, véase el artículo titulado «Crecimiento del producto potencial y brechas de producción: concepto, utilización y estimación», *Boletín Mensual*, BCE, octubre de 2000. Véanse, también, el recuadro titulado «Estimaciones del producto potencial de la zona del euro», *Boletín Mensual*, BCE, julio de 2009, y M. Marcellino y A. Musso, «The reliability of real-time estimates of the euro area output gap», *Economic Modelling*, 2011, vol. 28, n.º 4, pp. 1842-1856 (en particular el gráfico 1 y el cuadro 4). Para consultar la evidencia de que la información contenida en la tasa de utilización de la capacidad productiva puede explotarse para mejorar las estimaciones del producto potencial y de la brecha de producción, véanse M. Graff, y J. E. Sturm, «The information content of capacity utilisation rates for output gap Estimates», *CESifo Working Paper Series*, n.º 3276, CESifo, diciembre de 2010, y C. Planas, W. Röger y A. Rossi, «Does capacity utilisation help estimating the TFP cycle?», *European Economy - Economic papers* 410, Comisión Europea, mayo de 2010.

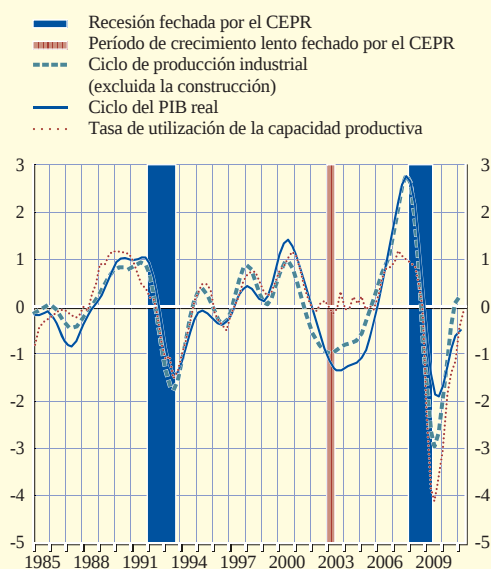
de mano de obra ha retornado a un nivel superior a su media a largo plazo. Así pues, ambos indicadores corroboran el panorama de un aumento significativo del empleo de recursos disponibles en el sector manufacturero en los últimos trimestres y son coherentes con la evidencia de que la utilización de la capacidad productiva ha retornado a su nivel medio a largo plazo. En lo que respecta a los servicios y a la construcción, los indicadores de escasez de mano de obra se han elevado en las dos ramas de actividad, hasta situarse por encima de su media a largo plazo, y lo mismo sucede con el indicador de falta de equipo en la construcción. Por el contrario, el indicador correspondiente a la falta de equipo en el sector servicios ha mostrado recientemente cierta volatilidad y, en abril, cayó por debajo de su media a largo plazo, tras haberla superado a comienzos de año. En general, la evidencia relativa a las restricciones a la actividad en los sectores no manufactureros confirma el panorama de un mayor uso de los recursos y, por tanto, también de una reducción del grado de atonía en estos sectores. No obstante, los niveles de los indicadores y el ritmo de reutilización de los recursos parecen ser menos dinámicos que en las manufacturas, lo que sugiere una infrautilización de los recursos en estas ramas de actividad que podría contribuir a la magnitud de la brecha de producción para la economía en su conjunto.

Indicadores del ciclo económico

Las señales que sugieren que la brecha de producción podría cerrarse con más rapidez de lo que indican las estimaciones de las instituciones internacionales también proceden de los indicadores del ciclo económico para la zona del euro⁴. Aunque el objetivo principal de estos indicadores es señalar la dirección y los puntos de giro del ciclo económico de la zona del euro, también pueden proporcionar información de utilidad sobre el cierre de la brecha de producción. El gráfico C muestra una correlación histórica bastante estrecha entre los dos indicadores del ciclo económico —uno basado en la producción industrial (excluida la construcción) y el otro basado en el PIB real— y la tasa de utilización de la capacidad. En lo que se refiere a la evolución reciente, las señales facilitadas por el indicador del ciclo económico basado en la producción industrial, excluida la construcción, están mucho más en línea con las proporcionadas por la tasa de utilización de la capacidad productiva (véase gráfico C), lo que apunta a un cierre de la brecha de producción negativa antes de lo indicado por las estimaciones de la brecha de producción realizadas por las instituciones internacionales.

Gráfico C Indicadores del ciclo económico de la zona del euro y tasa de utilización de la capacidad productiva

(desviaciones porcentuales con respecto a la tendencia; datos estandarizados; nivel del índice)



Fuentes: BCE, Comisión Europea, Eurostat y cálculos del BCE.
Notas: Los indicadores del ciclo económico se obtienen aplicando un filtro pasa banda y una extensión hasta el primer trimestre de 2011, mientras que la tasa de utilización de la capacidad productiva está disponible hasta abril de 2011. La recesión indicada y los periodos de crecimiento lento se basan en la datación del Center for Economic Policy Studies (CEPR). Los datos se han estandarizado a lo largo del periodo completo de la muestra.

4 Para más información, véase el recuadro titulado «La medición y predicción del ciclo económico en la zona del euro», *Boletín Mensual*, BCE, mayo de 2011, que describe el indicador adelantado para el conjunto de la zona del euro (ALI). Véanse, también, las notas metodológicas de los indicadores sintéticos adelantados de la OCDE, que se construyen de manera similar al ALI. Estas notas definen las fases del ciclo económico en términos de si la brecha de producción es positiva o negativa y si se está estrechando o ampliando (véase el sitio web de la OCDE: www.oecd.org).

En cambio, el indicador del ciclo económico basado en el PIB real sugiere que, en el primer trimestre de 2011, persistía una ligera brecha de producción negativa. Esta persistencia es acorde con los resultados para algunos sectores procedentes de los datos de las encuestas relativos a las restricciones a la actividad, y en períodos de recuperación anteriores se observaron diferencias similares entre los dos indicadores del ciclo económico. Sin embargo, el indicador del ciclo económico basado en el PIB real sigue señalando que la brecha de producción se cerrará con más rapidez de lo que indican las estimaciones de las instituciones internacionales.

En general, el nivel de incertidumbre relativo a la magnitud de la brecha de producción desde la crisis financiera ha sido significativo. Varios indicadores cíclicos sugieren que, actualmente, podría ser algo menos negativa de lo que se deduce de las estimaciones de la brecha de producción realizadas por instituciones internacionales y que podría cerrarse con más rapidez de lo que sugieren las estimaciones. Ello podría deberse a una sobreestimación del producto potencial: si creció a tasas más bajas durante la crisis que lo previsto, la brecha de producción sería más estrecha y se cerraría con más rapidez⁵.

Si la brecha de producción se cierra con más celeridad de lo previsto, ello podría implicar, a su vez, presiones inflacionistas más elevadas de lo que se estima actualmente, aunque convendría tener en cuenta que, basándose en la evidencia empírica, se considera que el impacto sobre la inflación de un cambio en la brecha de producción sería relativamente reducido⁶. En definitiva, este análisis apunta, por tanto, a la existencia de posibles riesgos en las previsiones de inflación actuales.

5 Véanse las referencias mencionadas en la nota a pie n.º 1.

6 Véase, también, el recuadro titulado «La inflación en la zona del euro y Estados Unidos: una evaluación basada en la curva de Phillips», en el presente Boletín Mensual, y el recuadro sobre las curvas de Phillips en el artículo titulado «Tendencias del producto potencial», *Boletín Mensual*, BCE, enero de 2011.

CONSUMO PÚBLICO

En los últimos trimestres, la tasa de crecimiento del consumo ha estado sujeta al impacto moderador de los esfuerzos de consolidación fiscal en varios países. Sin embargo, los datos fiscales de periodicidad trimestral tienden a ser bastante volátiles y suelen revisarse posteriormente. Los factores transitorios y volátiles explican el incremento del 0,8% del consumo público, en términos reales, en el primer trimestre de 2011.

Con el fin de evaluar los factores que determinan la evolución del consumo público real, un examen de su comportamiento en términos nominales permite efectuar un análisis desagregado de los subcomponentes. En el primer trimestre de 2011, el consumo público nominal se incrementó un 1,4%, en relación con el cuarto trimestre de 2010. En cuanto a los subcomponentes, la moderación de la remuneración de los empleados públicos —que afecta al consumo público real a través de la productividad estimada y que tiene un efecto nominal a través del deflactor del consumo público— ha sido un importante factor moderador del consumo público nominal. Esta moderación de la remuneración, que supone casi la mitad del consumo público total, es consecuencia tanto de los recortes salariales como de las reducciones de empleo en algunos países. El gasto en consumo intermedio (que representa alrededor de un cuarto del total) sigue una tendencia descendente, debido a los esfuerzos actuales de consolidación emprendidos por los Gobiernos. Sin embargo, esta partida ha sido especialmente volátil en los últimos trimestres y ha aumentado, en contra de la tendencia general, tanto en el cuarto trimestre de 2010 como en el primer trimestre de 2011. Las transferencias sociales en especie, que también representan en torno a un cuarto del consumo público, han estado creciendo más en consonancia con las medias históricas, como consecuencia de la evolución de partidas como el gasto en sanidad, que tienen una dinámica en cierta medida autónoma. Los restantes componentes del consumo público, como, por ejemplo, el consumo de ca-

pital fijo, son relativamente poco importantes y no han afectado al perfil general del consumo público en los últimos trimestres.

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

EXISTENCIAS

Después de la pronunciada contracción de las existencias que marcó la reciente recesión de 2008-2009, se espera que esta variable siga ofreciendo un apoyo moderado a la recuperación en el primer semestre de 2011. En general, se percibe que los niveles de existencias son bastante reducidos, lo que supone la necesidad de llevar a cabo una reposición selectiva de existencias.

Con posterioridad a la quiebra de Lehman Brothers, las empresas de la zona del euro —enfrentadas a unas perspectivas de demanda en rápido deterioro y a unas condiciones de financiación muy difíciles— iniciaron un rápido proceso de liquidación de existencias que llegó a su máximo a mediados de 2009, y que acompañó y acentuó la contracción del producto de la zona del euro en ese momento. Tras alcanzar un ritmo muy rápido a mediados de 2009, la desacumulación de existencias se moderó gradualmente, como consecuencia de la mejora progresiva observada en las expectativas de demanda y de unas condiciones de financiación más favorables. Por consiguiente, en promedio, la contribución de la variación de existencias al crecimiento intertrimestral del PIB desde mediados de 2009 hasta mediados de 2010 fue significativa. A mediados de 2010, la desacumulación de existencias parecía haber llegado prácticamente a su fin y, luego, las existencias tendieron a contribuir en menor medida, y de forma más errática, al crecimiento del PIB. Con todo, conviene ser cautos al interpretar la evolución intertrimestral de tales contribuciones, ya que la estimación de las existencias está sujeta a una incertidumbre estadística, así como a revisiones.

Si pasamos a examinar los indicadores de opinión, a partir de finales del año pasado se inició una fase de reposición de los bienes de consumo intermedio en las manufacturas y de las existencias en la rama del comercio al por menor, después de observarse una cierta estabilización en torno al verano de 2010. Además, la encuesta sobre préstamos bancarios más reciente (que presenta la valoración de las entidades de crédito relativa a la demanda de préstamos por parte de los prestatarios) señala un repunte de las necesidades de financiación del capital circulante, que es coherente con una cierta reposición de existencias. Asimismo, las encuestas de opinión continúan recogiendo la percepción de que el nivel de existencias de productos terminados en las manufacturas es muy reducido. La evidencia anecdótica sugiere que una serie de empresas tuvo que hacer frente a la escasez de algunos bienes intermedios a comienzos de 2011, después de que se produjera una cierta aceleración de la actividad mundial. Este fenómeno se vio agravado repentinamente en el período posterior al desastre natural ocurrido en Japón. Aunque este hecho generó una considerable incertidumbre por el lado de la oferta, pues se esperaban perturbaciones potencialmente significativas en la cadena de suministros, la evidencia más reciente muestra que la flexibilidad del sistema de producción y distribución contribuyó en cierto sentido a limitar este riesgo. Es probable que la reducción involuntaria de existencias de algunos componentes clave causada por estas perturbaciones durante el segundo trimestre de 2011 sea, en general, reducida y debería revertir con celeridad durante el segundo semestre de 2011, al recuperarse la oferta de Japón y permitir que se repongan las existencias agotadas.

De cara al futuro, parece plausible que se produzca una nueva y limitada acumulación de existencias en un entorno de existencias reducidas, de mejora de la demanda y de expectativas de nuevas subidas de precios.

COMERCIO EXTERIOR

Tras moderarse durante el segundo semestre de 2010, el comercio de la zona del euro mostró señales de recuperación hacia finales de 2010. Como sugieren los datos sobre el comercio en términos reales disponibles para el primer trimestre de 2011, tanto las importaciones como las exportaciones de bienes siguieron creciendo en el primer trimestre de 2011, un 1,9% y un 1,8%, respectivamente, dando lugar a una contribución neutra de la demanda exterior neta al crecimiento del PIB. Simultáneamente, el comercio dentro de la zona del euro, en términos reales, creció a tasas ligeramente más elevadas durante el mismo trimestre.

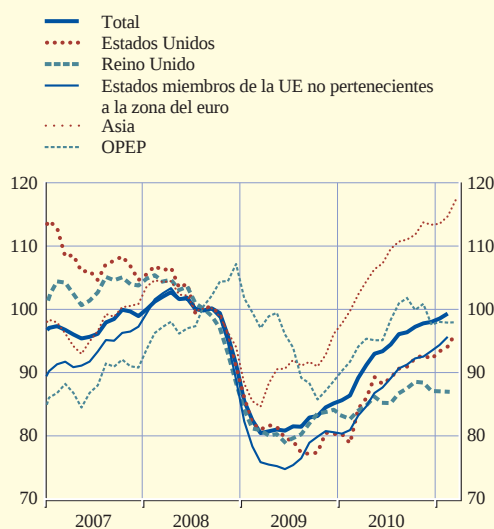
Los datos del comercio de bienes y servicios, en términos nominales, disponibles hasta marzo de 2011 indican que las tasas de crecimiento del comercio de la zona del euro contemplaron un repunte en el primer trimestre del año (véase el recuadro titulado «Evolución de la balanza de pagos de la zona del euro hasta marzo de 2011», para obtener información más detallada de la evolución de la balanza de pagos de la zona del euro). En términos nominales, las tasas de crecimiento intertrimestral de las exportaciones de bienes y servicios aumentaron hasta el 5,3%, y las de las importaciones, hasta el 5,8%, en el primer trimestre de 2011 (frente al 2,7% y el 4%, respectivamente, del trimestre anterior). En general, la expansión de las exportaciones a países no pertenecientes a la zona del euro en el primer trimestre de 2011 siguió basándose en la demanda exterior de Asia (principalmente, China) y de algunos Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona (véase gráfico 53). Las exportaciones a las economías desarrolladas, sobre todo a Estados Unidos, también se recuperaron durante el primer trimestre del año. Sin embargo, las cifras muestran que el aumento de las exportaciones, en términos nominales, también se vio impulsado por los precios de las exportaciones durante el mismo período. La desagregación en categorías de productos indica que las exportaciones de bienes intermedios y de consumo, en términos nominales, mostraron señales de recuperación.

Al mismo tiempo, las importaciones en términos nominales se vieron influidas principalmente por los precios de importación, que se elevaron de forma acusada en los primeros meses de 2011, a causa, sobre todo, del alza de los precios de las materias primas. En términos reales, el crecimiento de las importaciones de la zona del euro estuvo relacionado con el incremento del nivel de demanda interna y fue acorde, también, con el hecho de que la producción industrial de la zona del euro superara su cifra media para el último trimestre de 2010. Estas tendencias fueron visibles en el caso de los bienes de capital y de los bienes intermedios, que registraron elevadas tasas de crecimiento a comienzos del trimestre.

En lo que se refiere al comercio de servicios, la tasa de crecimiento intertrimestral de las exportaciones siguió siendo bastante débil, situándose en el 0,8% en el primer trimestre de 2011, mientras que el nivel de importaciones siguió siendo prácticamente igual. Esta debilidad del crecimiento de las exportaciones de

Gráfico 53 Exportaciones nominales a algunos socios comerciales no pertenecientes a la zona del euro

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



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: Las observaciones más recientes corresponden a marzo de 2011, salvo en el caso de los Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro y el Reino Unido (febrero de 2011). El agregado de los Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro no incluye Dinamarca, Suecia ni el Reino Unido.

servicios es probable que esté relacionada con la reducción de la demanda de importaciones de servicios por parte de Estados Unidos y del Reino Unido. Estas dos economías, que se encuentran entre los principales destinos geográficos de las exportaciones de servicios a países no pertenecientes a la zona del euro, registraron tasas de crecimiento negativas en su demanda de importaciones durante el mismo período².

En el contexto de una expansión sólida de la actividad mundial, pese a la reciente moderación, se prevé que las exportaciones de la zona del euro sigan creciendo a buen ritmo en el corto plazo. Esta previsión está en consonancia con la evidencia procedente de las encuestas de opinión. El índice PMI de nuevos pedidos exteriores de las manufacturas se mantuvo en mayo por encima del umbral de expansión de 50 y, aunque ha descendido desde febrero, apunta a una nueva expansión de las exportaciones a países no pertenecientes a la zona durante el segundo trimestre de 2011.

² Para obtener información de la desagregación geográfica del comercio de servicios a países no pertenecientes a la zona del euro, véase el cuadro A del recuadro titulado «Comercio de servicios de la zona del euro: patrones de especialización y tendencias recientes», *Boletín Mensual*, mayo de 2011.

Recuadro 6

EVOLUCIÓN DE LA BALANZA DE PAGOS DE LA ZONA DEL EURO HASTA MARZO DE 2011

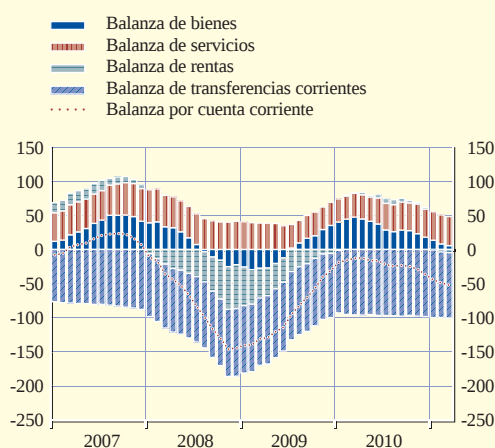
A continuación se analiza la evolución de la balanza de pagos de la zona del euro en el primer trimestre de 2011. En los doce meses transcurridos hasta marzo de 2011, el déficit de la balanza por cuenta corriente de la zona del euro registró un acusado aumento en comparación con el período correspondiente un año antes, situándose en 52,2 mm de euros (es decir, alrededor del 0,6% del PIB de la zona del euro). En la cuenta financiera, el agregado de inversiones directas y de cartera contabilizó entradas netas acumuladas por importe de 219 mm de euros, frente a los 133,1 mm de euros del período de doce meses precedente.

Aumento del déficit por cuenta corriente en los doce meses transcurridos hasta marzo de 2011

Tras la moderación registrada en el segundo semestre de 2010, el comercio de bienes y servicios con países no pertenecientes a la zona del euro experimentó un fuerte crecimiento en el primer trimestre de 2011. Este aumento refleja, en particular, una nueva aceleración del crecimiento, tanto de las exportaciones como de las importaciones de bienes, que siguió estando respaldado por la sólida expansión sostenida de la actividad económica, tanto a nivel mundial como en la zona del euro. La evolución de los precios también contribuyó al crecimiento de las importaciones y las exportaciones de bienes en términos nominales. En los últimos meses, el incremento de los precios de las importaciones utilizadas en la producción de exportaciones de la zona del euro pa-

Gráfico A Principales partidas de la balanza por cuenta corriente

(mm de euros; flujos acumulados de 12 meses, datos mensuales desestacionalizados y ajustados por días laborables)



Fuente: BCE.

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

(datos desestacionalizados, salvo indicación en contrario)

			Cifras acumuladas de tres meses				Cifras acumuladas de doce meses	
	2011 Feb	2011 Mar	2010 Jun	2010 Sep	2010 Dic	2011 Mar	2010 Mar	2011 Mar
mm de euros								
Cuenta corriente	-6,5	-4,7	-11,2	-8,2	-16,0	-16,8	-13,0	-52,2
Bienes	-1,9	0,8	3,3	5,2	0,0	-2,9	47,4	5,6
Exportaciones	146,9	146,2	388,1	395,6	408,8	436,5	1.341,6	1.629,0
Importaciones	148,8	145,4	384,8	390,3	408,8	439,4	1.294,2	1.623,4
Servicios	3,6	3,8	9,6	11,0	10,3	11,5	35,2	42,5
Exportaciones	42,9	44,1	128,8	129,7	130,8	131,8	477,4	521,1
Importaciones	39,4	40,3	119,1	118,7	120,4	120,3	442,2	478,6
Rentas	-0,1	-0,3	1,0	-0,6	-4,1	-1,1	0,2	-4,7
Transferencias corrientes	-8,0	-8,9	-25,1	-23,9	-22,3	-24,3	-95,7	-95,6
Cuenta financiera ¹⁾	7,4	2,6	25,4	3,9	-10,9	28,3	-14,6	46,6
Total inversiones directas y de cartera netas	75,3	70,4	63,9	-47,8	68,9	134,0	133,1	219,0
Inversiones directas netas	-22,0	-6,6	-29,8	-30,8	27,2	-22,2	-94,8	-55,6
Inversiones de cartera netas	97,3	77,0	93,7	-17,1	41,6	156,2	227,9	274,5
Acciones y participaciones	32,2	29,1	26,7	29,1	34,3	76,5	58,9	166,6
Valores distintos de acciones	65,1	47,9	67,0	-46,1	7,4	79,8	168,9	107,9
Bonos y obligaciones	28,1	41,1	75,9	-97,1	33,1	32,7	24,9	44,6
Instrumentos del mercado monetario	37,0	6,8	-8,9	50,9	-25,8	47,1	144,1	63,3
Otras inversiones netas	-66,6	-62,5	-41,4	54,3	-79,2	-90,7	-169,8	-157,0
Variaciones porcentuales con respecto al período anterior								
Bienes y servicios								
Exportaciones	0,8	0,3	5,9	1,6	2,7	5,3	-9,4	18,2
Importaciones	1,2	-1,3	7,5	1,0	4,0	5,8	-13,0	21,1
Bienes								
Exportaciones	2,4	-0,5	6,7	1,9	3,3	6,8	-10,6	21,4
Importaciones	2,4	-2,3	8,6	1,4	4,7	7,5	-15,3	25,4
Servicios								
Exportaciones	-4,2	2,7	3,6	0,7	0,8	0,8	-5,7	9,2
Importaciones	-3,0	2,5	4,1	-0,4	1,5	-0,1	-5,4	8,2

Fuente: BCE.

Nota: Pueden producirse discrepancias, debido al redondeo.

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

rece haber impulsado al alza los precios de exportación. Por lo que respecta a los servicios, tanto las exportaciones como las importaciones siguieron siendo moderadas en términos nominales (véase texto principal sobre el comercio exterior).

En los doce meses transcurridos hasta marzo de 2011, el déficit por cuenta corriente aumentó hasta 52,2 mm de euros (alrededor del 0,6% del PIB de la zona del euro), desde los 13 mm de euros registrados en el período correspondiente un año antes (véanse cuadro y gráfico A). Este aumento fue resultado de un deterioro de la balanza de bienes y, en menor medida, de la balanza de rentas, que se compensó, en parte, con una mejora de la balanza de servicios. La balanza de transferencias corrientes no experimentó variación. Concretamente, el descenso del superávit de la balanza de bienes se debió, en parte, a la subida que experimentaron los precios del petróleo durante el año, que contribuyó a un aumento del déficit del comercio de petróleo hasta 190,6 mm de euros en los doce meses transcurridos hasta febrero de 2011, cifra muy superior a los 143,1 mm de euros registrados un año antes. Por último, el superávit de la balanza de servicios siguió aumentando durante los doce meses

transcurridos hasta marzo de 2011; a diferencia de la situación de un año antes, las tasas de crecimiento tanto de las importaciones como de las exportaciones se tornaron positivas, como resultado de la evolución del comercio exterior y de la robusta recuperación registrada durante ese período.

Reanudación de las entradas netas en la cuenta financiera en el primer trimestre de 2011

La cuenta financiera de la balanza de pagos registró entradas netas en el primer trimestre de 2011, frente a las salidas netas contabilizadas en el trimestre anterior, como consecuencia, principalmente, de un acusado incremento de las entradas netas de inversiones de cartera (véase cuadro).

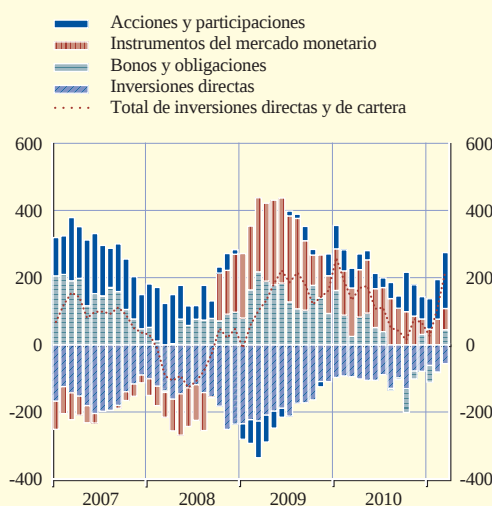
En el primer trimestre de 2011, el principal factor determinante de la evolución de las inversiones de cartera fue el aumento de las entradas netas de valores distintos de acciones, concretamente de instrumentos del mercado monetario. De hecho, las inversiones de no residentes en la zona del euro en instrumentos de este tipo, emitidos por residentes en la zona, repuntaron significativamente en este trimestre. El repunte fue especialmente evidente en el sector bancario de la zona del euro, una evolución que es coherente con el incremento general de las emisiones de instrumentos del mercado monetario por parte de las entidades de crédito de la zona del euro en este trimestre y que sugiere que las condiciones de financiación podrían haber sido algo más favorables. Al mismo tiempo, cesaron las salidas de instrumentos del mercado monetario de los sectores no bancarios registradas en el último trimestre de 2010.

Por lo que respecta a los valores de renta variable, las entradas netas también aumentaron en el primer trimestre de 2011. Concretamente, los inversores de la zona del euro redujeron ligeramente sus inversiones en acciones y participaciones extranjeras, probablemente como resultado de los episodios de aumento de la incertidumbre y la volatilidad en los mercados mundiales de renta variable. En lo relativo a los pasivos, las inversiones de no residentes en acciones y participaciones de la zona del euro se mantuvieron, en general, estables. En particular, en el primer trimestre de 2011 se registraron entradas de acciones y participaciones emitidas por entidades de crédito de la zona del euro, frente a las salidas contabilizadas en el último trimestre de 2010, posiblemente como consecuencia de los esfuerzos desplegados por las entidades de crédito de la zona para obtener capital y reforzar sus balances.

En el primer trimestre de 2011 se reanudaron las salidas netas de inversión extranjera directa, impulsadas principalmente por un aumento de las inversiones de los inversores de la zona del euro en acciones y participaciones de capital extranjeras. Esta evolución posiblemente guarda relación con las perspectivas de inversión a largo plazo más favorables tras los anuncios de beneficios que sobrepasaron las expectativas y con un entorno económico mundial también más favorable.

Gráfico B Principales partidas de la cuenta financiera

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



Fuente: BCE.

Por lo que se refiere a la evolución a más largo plazo, en los doce meses transcurridos hasta marzo de 2011, las entradas netas totales de inversiones directas y de cartera aumentaron considerablemente, hasta 219 mm de euros, frente a los 133,1 mm de euros contabilizados un año antes. El principal factor determinante de este aumento fueron las entradas netas de inversiones de cartera y, más concretamente, las de valores de renta variable (véanse cuadro y gráfico B). El incremento de las entradas netas de este tipo de valores durante este período se debió no solo al hecho de que los inversores extranjeros aumentaran sus inversiones en acciones y participaciones de la zona del euro, sino también a que las inversiones de los residentes en la zona del euro en valores de renta variable extranjeros fueron más bien moderadas. Esto último refleja la evolución antes mencionada en el primer trimestre de 2011 y el proceso de repatriación de fondos por parte de los inversores de la zona del euro en el segundo trimestre de 2010, en un clima de caída y volatilidad de las cotizaciones bursátiles. Al mismo tiempo, las entradas netas de valores distintos de acciones se redujeron en los doce meses transcurridos hasta marzo de 2011, debido principalmente a la caída de las compras de instrumentos del mercado monetario de la zona del euro por parte de inversores extranjeros. En lo que respecta a otras inversiones, que comprenden, principalmente, depósitos y préstamos, las salidas netas prácticamente no experimentaron variación. Examinando la evolución con más detalle, se observa que las salidas netas fueron resultado tanto de las inversiones en activos exteriores realizadas por residentes en la zona del euro como de la desinversión, por parte de no residentes, en activos de la zona. Los inversores extranjeros redujeron sus depósitos en entidades de crédito de la zona del euro y los préstamos a los sectores no bancarios, con la excepción de las Administraciones Públicas.

4.2 PRODUCTO, OFERTA Y MERCADO DE TRABAJO

Si se analiza el lado de las cuentas nacionales correspondiente a la producción, se observa que el valor añadido total se ha recuperado, en general, desde que terminó la recesión en el segundo trimestre de 2009, pero muestra, sin embargo, marcadas diferencias entre los distintos sectores. La recuperación ha sido más acusada en la industria (excluida la construcción), donde las pérdidas también han sido más importantes, aunque el nivel del valor añadido industrial sigue estando por debajo del existente antes de la crisis. Sin embargo, el valor añadido de los servicios ha retornado a su nivel anterior a la recesión, a pesar de que el perfil de la recuperación ha sido más débil que el del sector manufacturero. El valor añadido de la construcción ha seguido descendiendo después de la recesión. Centrándose en la evolución más reciente, el crecimiento del valor añadido cobró impulso en el primer trimestre de 2011, pero los indicadores de coyuntura apuntan a una desaceleración de la tasa de expansión en el segundo trimestre de 2011.

La situación del mercado laboral ha comenzado a mejorar en la zona del euro (véase más adelante la sección sobre el mercado de trabajo). Tras el fuerte deterioro registrado en 2009, el crecimiento del empleo fue positivo en el último trimestre de 2010, mientras que el número de parados siguió reduciéndose a principios de 2011.

PRODUCTO POR RAMAS DE ACTIVIDAD

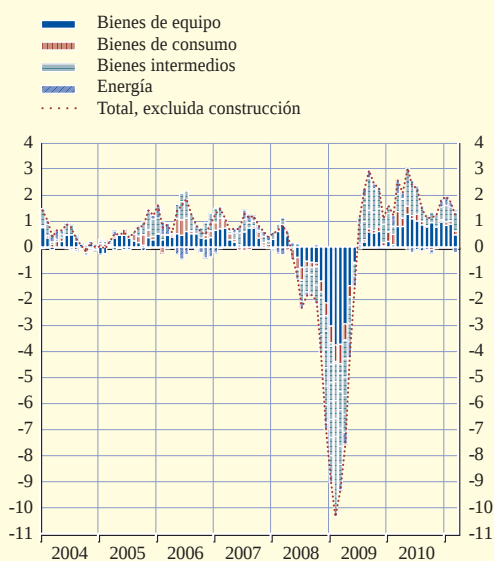
La recuperación del valor añadido total, que se había fortalecido considerablemente en el primer semestre de 2010, con un crecimiento medio intertrimestral del 0,7%, se desaceleró en el segundo semestre del año, siendo el crecimiento intertrimestral del valor añadido del 0,3% en el tercer y cuarto trimestre de 2010. El valor añadido se recuperó de nuevo un 0,8% en el primer trimestre de 2011.

Este debilitamiento del crecimiento del valor añadido total se debió, en gran medida, a una desaceleración significativa del crecimiento del valor añadido de la industria (excluida la construcción), que pasó de una tasa media intertrimestral del 2,2% al 0,9%, antes de aumentar hasta el 1,9% en el primer trimestre

de este año. La producción continuó creciendo en el primer trimestre de 2011, pero, al contrario que el valor añadido industrial, a un ritmo más lento que en el cuarto trimestre de 2010 (gráfico 54). La menor tasa de crecimiento en el primer trimestre refleja principalmente la producción energética, que contribuyó negativamente al crecimiento de la producción industrial en el primer trimestre, tras su considerable avance en el trimestre anterior. Las contribuciones positivas más sustanciales procedieron de los bienes intermedios y de los bienes de equipo. Los datos de las encuestas de la Comisión Europea indican que los límites a la producción registraron un ligero aumento en los tres meses transcurridos hasta abril de 2011. Este aumento estuvo relacionado con un endurecimiento de las restricciones de oferta, mientras que los límites a la producción causados por la demanda insuficiente siguieron reduciéndose. Más concretamente, los límites debidos a la falta de equipo alcanzaron un máximo histórico y los límites atribuibles a una escasez de mano de obra se mantuvieron por segundo trimestre consecutivo por encima de su media a largo plazo. Los indicadores de coyuntura apuntan a una tasa de expansión sostenida, pero en desaceleración, en la industria en el segundo trimestre de 2011. El índice PMI de producción de las manufacturas descendió en los dos primeros meses del segundo trimestre, pero siguió indicando una expansión de la producción manufacturera. Un panorama similar se desprende del indicador de confianza industrial de la Comisión Europea, que se redujo en comparación con el primer trimestre, pero se mantuvo muy por encima de su media histórica (véase gráfico 55). Los nuevos pedidos industriales, que deberían aparecer posteriormente en la producción, siguieron creciendo, en términos intertrimestrales, en el primer trimestre de 2011, y las expectativas de las empresas sobre los pedidos para los tres próximos trimestres, según la Comisión Europea, se mantuvieron en un nivel elevado en abril, tras alcanzar un máximo histórico en enero.

Gráfico 54 Crecimiento de la producción industrial y contribuciones

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

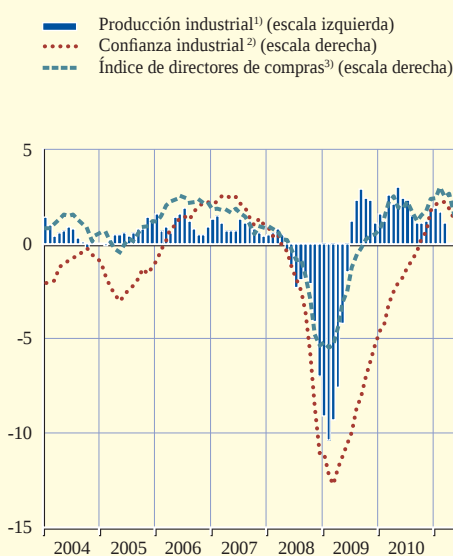


Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Nota: Los datos mostrados se calculan como medias móviles de tres meses, frente a la media correspondiente a los tres meses anteriores.

Gráfico 55 Producción industrial, confianza industrial e índice de directores de compras

(datos mensuales; desestacionalizados)



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

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.

El sector de la construcción contribuyó negativamente al crecimiento del valor añadido total en el cuarto trimestre de 2010, lo que es atribuible, en parte, a las condiciones meteorológicas inusualmente frías de diciembre, confirmando la debilidad de la evolución en el conjunto de 2010. En el primer trimestre de 2011, se invirtió la débil tendencia de la construcción, lo que compensó parcialmente la pérdida de producción causada por las adversas condiciones meteorológicas del trimestre anterior, y contribuyó positivamente (0,1 puntos porcentuales) al crecimiento del valor añadido total. Para el segundo trimestre de 2011, los indicadores de coyuntura señalan una desaceleración del crecimiento del valor añadido total. En el primer mes del segundo trimestre el índice PMI de la producción de la construcción se redujo fuertemente con respecto al primer trimestre. Las nuevas operaciones de las empresas constructoras de la zona del euro se incrementaron de nuevo en abril. Sin embargo, el aumento de los nuevos pedidos fue marginal y significativamente más lento que en el primer trimestre. El indicador de confianza industrial de la Comisión Europea relativo a la construcción se situó en los primeros dos meses del segundo trimestre ligeramente por encima del nivel observado en el primer trimestre, pero por debajo de su media a largo plazo.

El crecimiento del valor añadido de los servicios se ralentizó en el cuarto trimestre de 2010, hasta situarse en el 0,1%, frente al 0,4% o 0,5% de los tres primeros trimestres de 2010. La desaceleración del crecimiento en el cuarto trimestre tuvo lugar principalmente en el comercio y el transporte, donde la actividad se vio afectada por las adversas condiciones meteorológicas que se observaron en algunos países de la zona del euro. El crecimiento de los servicios financieros y empresariales también disminuyó. En el primer trimestre de este año, el crecimiento del valor añadido de los servicios se incrementó hasta el 0,4%. Esta aceleración se debió, en gran medida, a un crecimiento significativo de los servicios de comercio y transporte. De cara al futuro, las encuestas sugieren un crecimiento sostenido del sector servicios en los dos primeros meses del segundo trimestre, pero a un ritmo más lento que en el primer trimestre de 2011. Según las encuestas PMI, la actividad y las expectativas sobre los meses siguientes fueron algo más bajas en los dos primeros meses del segundo trimestre que en el trimestre anterior, pero se mantuvieron por encima de la media de sus series respectivas desde 1998. El indicador de confianza empresarial de la Comisión Europea relativo a los servicios, que ha mostrado una recuperación más gradual desde la recesión que los indicadores PMI, también descendió en abril y en mayo, manteniéndose próximo a su media de largo plazo. En general, tras la fuerte aceleración observada en el primer trimestre de 2011, los resultados de la encuesta apuntan a un debilitamiento del dinamismo del crecimiento del valor añadido de los servicios en el segundo trimestre.

MERCADO DE TRABAJO

Tras la recuperación de la demanda, el mercado de trabajo de la zona del euro dio muestras graduales de mejora durante 2010 y principios de 2011. Una gran parte del ajuste total realizado en los mercados de trabajo durante la recesión se llevó a cabo mediante la reducción de las horas trabajadas por persona ocupada, más que a través de reducciones de plantilla, pues las empresas atesoraron trabajo en el contexto de una acusada contracción de la demanda. Desde que terminó la recesión, gran parte del aumento de la demanda se ha satisfecho utilizando esta capacidad ociosa de las empresas. Por consiguiente, se han observado señales iniciales de mejora en los mercados de trabajo en lo que se refiere a la recuperación de las horas trabajadas, registrándose avances graduales desde el segundo trimestre de 2009, mientras que el crecimiento del empleo en términos de número de personas se estabilizó al principio y solo comenzó a crecer en el último trimestre de 2010. Esta evolución ha significado que, a pesar del repunte registrado en la actividad, la tasa de paro fuera prácticamente estable a lo largo de 2010, antes de mostrar un ligero descenso en el primer trimestre de este año.

Más detalladamente, el total de horas trabajadas se mantuvo sin cambios en el cuarto trimestre de 2010, tras cuatro trimestres de crecimiento positivo. A nivel sectorial, las horas trabajadas disminuyeron en la

Cuadro 9 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.

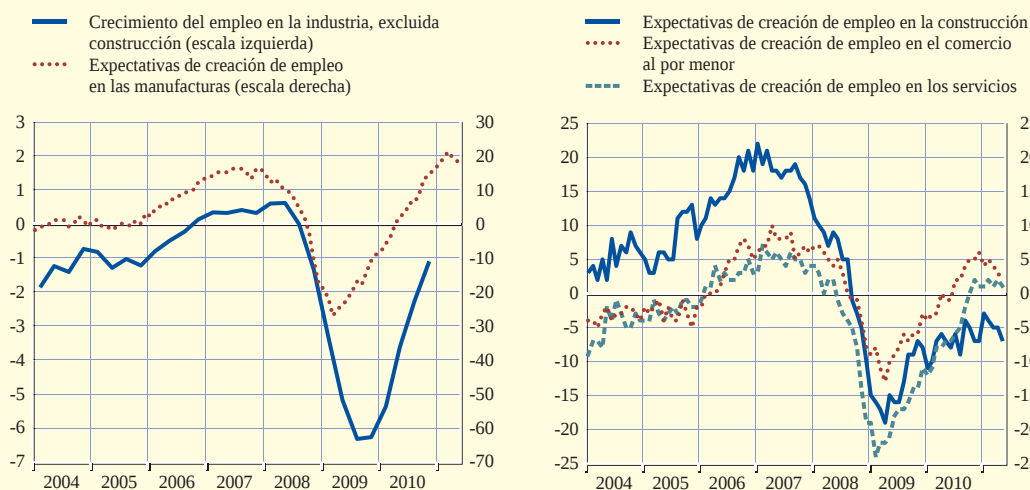
1) Incluye también educación, salud y otros servicios.

construcción —confirmando la debilidad de este sector—, y crecieron moderadamente en la industria (excluida la construcción) y en los servicios.

El empleo creció un 0,2%, en tasa intertrimestral, en el cuarto trimestre de 2010, después de observarse un crecimiento nulo en el tercer trimestre. El empleo total en los servicios aumentó un 0,3%, en términos intertrimestrales, en el cuarto trimestre, un incremento marginal con respecto al trimestre anterior, mientras que en la construcción continuó la destrucción de empleo, cayendo este un 0,9%. El empleo se mantuvo sin cambios en la industria, excluida la construcción (véase cuadro 9). Dejando a un lado los indicadores cuantitativos, las encuestas relativas a las expectativas de crecimiento del empleo sugieren que el empleo siguió creciendo en el segundo trimestre de 2011. Los índices PMI de expectativas de

Gráfico 56 Crecimiento del empleo y expectativas de creación de empleo

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

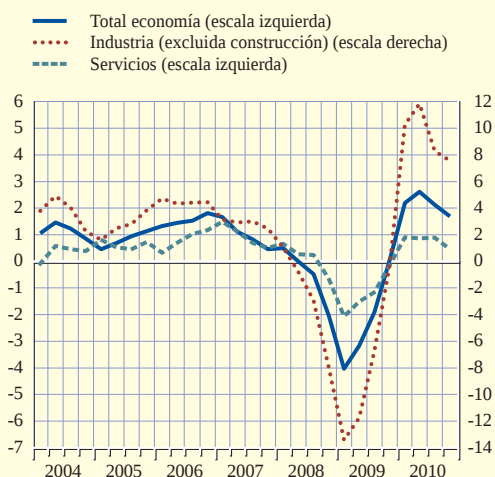


Fuentes: Eurostat y encuestas de opinión de la Comisión Europea.

Nota: Los saldos netos están ajustados a la media.

Gráfico 57 Productividad del trabajo

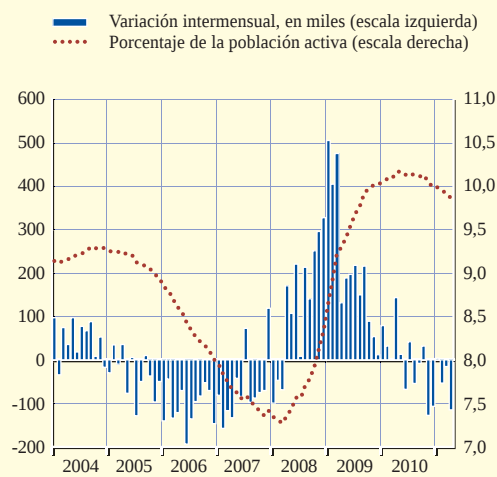
(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Gráfico 58 Desempleo

(datos mensuales desestacionalizados)



Fuente: Eurostat.

empleo en las manufacturas y en los servicios se situaban por encima de 50 en abril y en mayo, indicando con ello un crecimiento positivo del empleo. Las encuestas de opinión de la Comisión Europea presentan un panorama similar (véase gráfico 56).

La recuperación del crecimiento del producto en la zona del euro, sumada a las mejoras más moderadas observadas en el empleo, ha generado aumentos de productividad. No obstante, al mejorar el empleo y estabilizarse el crecimiento, se espera que el crecimiento de la productividad se reduzca. Efectivamente, los últimos datos disponibles, correspondientes al cuarto trimestre de 2010, muestran un nuevo y moderado descenso del crecimiento de la productividad en términos interanuales (véase gráfico 57).

El desempleo registró un acusado incremento durante la reciente recesión y durante algunos meses después, desde el 7,3%, a principios de 2008, hasta alcanzar un máximo del 10,2% a mediados de 2010 (véase gráfico 58). Desde entonces, como se ha observado una recuperación de la actividad, la tasa de paro de la zona del euro se ha reducido, situándose en un promedio de 9,9% en los cuatro primeros meses de 2011. En el recuadro 7 se examina brevemente la relación entre las variaciones del producto y del desempleo en la zona del euro.

Recuadro 7

¿VUELTA A LA LEY DE OKUN? EVOLUCIÓN RECIENTE DEL PRODUCTO Y DEL DESEMPLEO EN LA ZONA DEL EURO

El desempleo en la zona del euro siguió una tendencia descendente desde el inicio de la UEM hasta la primavera de 2008, cayendo gradualmente desde el 9,9%, en vísperas de la Unión Monetaria, hasta el 7,2%, en el primer trimestre de 2008, la tasa más baja en 25 años. Como resultado de la

acusada reducción del producto de la zona del euro durante la recesión posterior (que supuso una disminución del PIB del 4,4%, desde el máximo al mínimo cíclico), el paro comenzó a aumentar, incrementándose 2,8 puntos porcentuales antes de estabilizarse en el segundo semestre de 2010. Dadas las crecientes señales de mejora observadas en el mercado de trabajo de la zona del euro en su conjunto desde entonces, en este recuadro se vuelve a examinar la relación entre las variaciones del producto y del desempleo y se llega a la conclusión de que, tras desviarse significativamente de su tendencia a largo plazo durante varios trimestres, la evolución del paro agregado parece estar convergiendo hacia patrones más habituales de respuesta a variaciones del producto, si bien persisten profundas disparidades entre los países de la zona del euro.

La Ley de Okun para la zona del euro

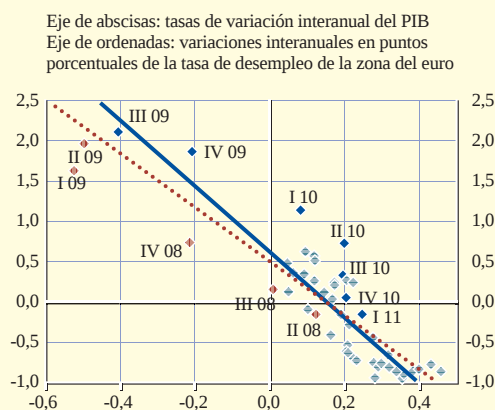
La relación entre las variaciones simultáneas del crecimiento económico y del desempleo queda ampliamente recogida en la literatura económica y suele denominarse «Ley de Okun». Más una «regla empírica» que una relación basada en la teoría, la Ley de Okun muestra que un descenso del crecimiento del producto comprendido entre el 2% y el 3% está asociado con el aumento de la tasa de paro agregada en un punto porcentual¹.

En el gráfico A, y sobre la base de datos trimestrales, se presentan las variaciones interanuales, en puntos porcentuales, del paro en la zona del euro frente a las tasas de variación interanual contemporáneas del PIB, desde la puesta en marcha de la UEM en 1999 hasta el primer trimestre de 2011 inclusive (como muestran los rombos en el gráfico A). Tal y como queda ilustrado en la pendiente de la línea de tendencia de color azul, los datos sugieren que, desde el inicio de la UEM hasta el comienzo de la recesión (es decir, desde el primer trimestre de 1999 hasta el primer trimestre de 2008 inclusive²), un aumento de un punto porcentual (o, a la inversa, una disminución de un punto porcentual) del PIB de la zona del euro estaba asociado con un descenso simultáneo de 0,4 puntos porcentuales (o, respectivamente, un incremento de 0,4 puntos porcentuales) de la tasa de paro de la zona del euro³.

Durante la recesión (que, en el gráfico A, se muestra en forma de rombos rojos), el atesoramiento generalizado del factor trabajo y la fuerte dependencia de «medidas para hacer frente a la crisis» en

Gráfico A Variaciones en el PIB y en la tasa de desempleo de la zona del euro

(tasas de variación interanual; puntos porcentuales; datos trimestrales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: Los datos del PIB están desestacionalizados y ajustados por días laborables. La tasa de paro está desestacionalizada.

1 Véase A. M. Okun, «Potential GNP: Its Measurement and Significance», *Proceedings of the Business and Economic Statistics Section*, American Statistical Association, 1962, pp. 98-104.

2 Una recesión se define en términos de descensos intertrimestrales del PIB. Como tal, la recesión de la zona del euro se extendió desde el segundo trimestre de 2008 hasta el segundo trimestre de 2009 inclusive.

3 Una sencilla regresión de mínimos cuadrados ordinarios (MCO) cuantifica la relación $\Delta P = -0,40 \Delta PIB (9,4) + 0,64 (5,8)$, donde ΔP representa la variación interanual absoluta en puntos porcentuales de la tasa de paro armonizada de la zona del euro y ΔPIB mide la tasa de variación interanual del PIB de la zona; los estadísticos t se presentan entre paréntesis; $R^2 = 0,71$ de las 37 observaciones durante el período comprendido entre el primer trimestre de 1999 y el primer trimestre de 2008 inclusive. Estas estimaciones paramétricas son ligeramente diferentes de las que se recogen en el recuadro titulado «Relaciones entre el producto y el desempleo en la zona del euro», *Boletín Mensual*, BCE, octubre de 2009, debido a las revisiones realizadas en las cifras y a la inclusión de Estonia en el agregado de la zona del euro.

varios países de la zona del euro generaron una cierta distorsión en la relación entre las variaciones del producto y del desempleo, reduciendo el coeficiente de «Okun» a alrededor de 0,3 puntos porcentuales (véase en el gráfico A la línea de tendencia discontinua de color rojo, que amplía la relación hasta el primer trimestre de 2011). En gran medida, esta respuesta más lenta era de esperar, como consecuencia de los planes de reducción de las horas de trabajo que tanto se han utilizado y que se introdujeron en muchos países de la zona del euro precisamente para sostener el empleo y detener su destrucción.

Esta respuesta inicial del paro a las variaciones del producto parece que se ha invertido últimamente (véase en el gráfico A la progresión de los rombos de color azul, que ilustran las sucesivas publicaciones de datos desde el inicio de la recuperación del producto de la zona del euro). En cierto sentido, el aumento de la tasa de paro a comienzos de 2010 podría considerarse, en parte, como un efecto retardado de la respuesta más lenta observada en el punto culminante de la recesión. Desde el segundo semestre de 2010, sin embargo, la evolución del desempleo parece converger hacia su relación anterior con el PIB, situándose la última observación ligeramente por encima de la línea de tendencia.

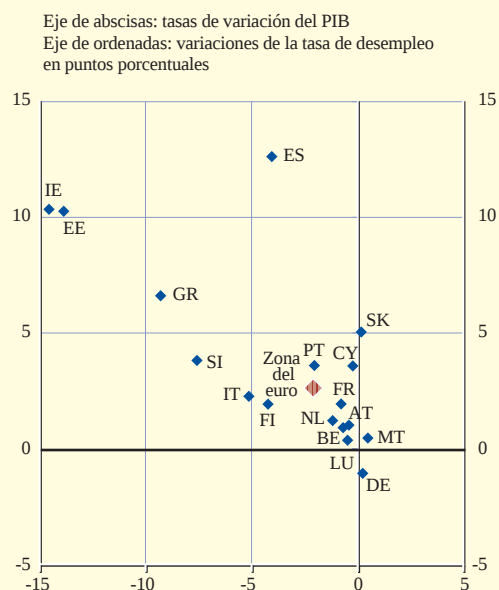
Evolución por países

En el gráfico B se muestran el porcentaje de pérdidas de producto acumuladas y los aumentos de las tasas de desempleo en puntos porcentuales para la zona del euro en su conjunto, y para los países que la componen, desde que se inició la recesión en las distintas economías. Tal vez es demasiado pronto para extraer conclusiones definitivas —sobre todo dadas las diferencias en la velocidad del ajuste del desempleo en los distintos países de la zona del euro—. No obstante, son evidentes las disparidades en las respuestas que los mercados de trabajo nacionales dieron a las recesiones observadas en sus economías respectivas.

Varias economías de la zona (sobre todo Alemania, Malta, Luxemburgo y los Países Bajos) parecen haberse recuperado con bastante rapidez con respecto a las acusadas contracciones del PIB, lo que ha dado lugar a aumentos del paro moderados o de corta duración. En Alemania, a pesar de una pronunciada e importante contracción inicial del PIB, un fuerte repunte de esta variable ha provocado una reducción de la tasa de paro hasta situarse en niveles inferiores al período anterior a la crisis. Por el contrario, otras economías han experimentado incrementos desproporcionadamente grandes de las tasas de desempleo —ya sea en relación con la magnitud de las respectivas pérdidas observadas en el PIB (especialmente en

Gráfico B Variaciones acumuladas del producto y del desempleo desde el inicio de la recesión

(tasas de variación; puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: Todos los datos se calculan a partir de los máximos nacionales del PIB. Los efectos acumulados se calculan hasta el primer trimestre de 2011, con algunas excepciones: los datos del PIB terminan en el cuarto trimestre de 2010 en el caso de Bélgica, Eslovenia, Estonia, Irlanda, Luxemburgo, Malta y Portugal, mientras que los datos de paro terminan en el cuarto trimestre de 2010 en el caso de Estonia y Grecia.

España, Chipre y Eslovaquia) o en comparación con la media de la zona del euro (concretamente en Estonia, Irlanda y Grecia). Para la zona del euro en conjunto, en el primer trimestre de 2011 el PIB se encontraba todavía un 2,1% por debajo de su nivel anterior a la crisis, y la tasa de paro, 2,6 puntos porcentuales por encima.

Conclusiones

Puede haber numerosas razones que expliquen la diversidad observada entre los países. Las diferencias en la composición del empleo debido a las ramas de actividad desempeñan, sin duda, un papel fundamental: efectivamente, la rápida contracción observada en la construcción, anteriormente un sector en rápido crecimiento, ayuda a explicar muchos de los espectaculares cambios observados en el paro en Estonia, Irlanda, España, Eslovaquia y, en menor medida, en Eslovenia y Finlandia⁴. Sin embargo, las políticas y las instituciones del mercado de trabajo también inciden en la velocidad a la que se ajustan estos mercados. Las diferencias en el número de contratos indefinidos y temporales, así como la disparidad en las iniciativas de política económica concebidas para abordar fluctuaciones transitorias del producto (planes de reducción de las horas de trabajo mediante subvenciones públicas, exenciones de las cotizaciones a la Seguridad Social para las empresas, etc.), influyen indudablemente en la velocidad y el alcance del ajuste en los mercados de trabajo de los distintos países. Es probable que se tarde algún tiempo hasta que los mercados de trabajo de la zona del euro absorban el gran número de trabajadores que han perdido su empleo durante la recesión. Este proceso puede verse apoyado por reformas en la legislación de protección del empleo que animen a las empresas a contratar; reformas de los sistemas impositivos y de protección social para aumentar los incentivos a trabajar y nuevos esfuerzos para incrementar la flexibilidad de los sistemas de fijación de salarios.

4 Véase, también, el artículo titulado «Ajustes de los mercados de trabajo a la recesión en la zona del euro», *Boletín Mensual*, BCE, julio de 2010.

4.3 PERSPECTIVAS DE LA ACTIVIDAD ECONÓMICA

Las últimas estimaciones estadísticas y los indicadores de opinión apuntan al mantenimiento de la expansión de la actividad económica en la zona del euro en el segundo trimestre de este año, aunque a un ritmo más lento. Ello refleja el hecho de que el fuerte crecimiento observado en el primer trimestre se debió, en parte, a factores especiales, que dejaron de tener influencia en el segundo trimestre.

De cara al futuro, y sin tener en cuenta dicha volatilidad a corto plazo, la expansión actual observada en la economía mundial debería sostener las exportaciones de la zona del euro. Al mismo tiempo, teniendo en cuenta el favorable nivel de confianza empresarial existente en la zona del euro, la demanda interna del sector privado debería contribuir cada vez más al crecimiento económico, aprovechando que la orientación de la política monetaria sigue siendo acomodaticia, así como 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.

Esta valoración se ve reflejada, asimismo, en las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro de junio de 2011, según las cuales el crecimiento anual del PIB real se situará en un intervalo comprendido entre el 1,5% y el 2,3% en 2011, y entre el 0,6% y el 2,8% en 2012. Si se comparan con las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE de marzo de 2011, el intervalo para 2011 se ha revisado al alza, mientras que el correspondiente a 2010 se ha mantenido sin cambios (véase también la sección 6).

En un entorno de elevada incertidumbre, los riesgos para estas perspectivas económicas siguen estando prácticamente equilibrados. Por una parte, la favorable confianza empresarial puede respaldar la actividad económica de la zona del euro en mayor medida de lo que se espera actualmente y es posible que el aumento de la demanda exterior contribuya también al crecimiento con más intensidad de lo previsto. 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. Los riesgos a la baja guardan relación, asimismo, con las nuevas subidas de los precios de la energía, las presiones proteccionistas y la posibilidad de que se lleve a cabo una corrección desordenada de los desequilibrios mundiales.

5 EVOLUCIÓN DE LAS FINANZAS PÚBLICAS

Según las previsiones económicas de la Comisión Europea de primavera de 2011, el déficit de las Administraciones Públicas de la zona del euro comenzó a disminuir en 2010 y continuará haciéndolo en 2011 y 2012, descendiendo desde el 6,3% del PIB en 2009 hasta el 3,5% en 2012. En cuanto a la aplicación del Pacto de Estabilidad y Crecimiento, la mayor parte de los países de la zona cumplieron, en general, las exigencias impuestas en el contexto de los procedimientos de déficit excesivos en 2010 y tienen intención de hacerlo en los próximos años. No obstante, en muchos países, estos planes no se sustentan suficientemente en medidas de consolidación concretas con posterioridad a 2011, por lo que será necesario adoptar medidas adicionales para cumplir los objetivos presupuestarios en los plazos acordados. La aplicación de estrategias de ajuste fiscal creíbles, principalmente por el lado del gasto, es fundamental en vista de las presiones a las que están siendo sometidos los mercados financieros y de los retos a largo plazo asociados al envejecimiento de la población. Por consiguiente, es importante que, en el marco del recién introducido semestre europeo de coordinación de la política económica, estas estrategias queden reflejadas en la preparación de los presupuestos nacionales para 2012.

EVOLUCIÓN DE LAS FINANZAS PÚBLICAS EN 2010

Según la notificación presupuestaria de primavera de 2011 de Eurostat, el déficit de las Administraciones Públicas de la zona del euro se situó en el 6% del PIB en 2010, desde el 6,3% en 2009 (véase cuadro 10). Con la excepción de Estonia, Luxemburgo y Finlandia, todos los países de la zona del euro registraron un déficit superior al 3% del PIB en 2010.

La deuda de las Administraciones Públicas de la zona del euro se situó en el 85,4% del PIB en 2010, en comparación con el 79,3% de 2009. Los ajustes entre déficit y deuda, que en su mayor parte estuvieron relacionados con medidas de apoyo al sistema financiero, contribuyeron con unos 2 puntos porcentuales a este incremento. Cinco de los 17 países que integran la zona del euro notificaron ratios de deuda bastante inferiores al valor de referencia, el 60% del PIB. Estas ratios se situaron próximas al 100% del PIB o bastante por encima de este valor en Bélgica, Irlanda, Grecia e Italia (véase cuadro 11). En Irlanda, Grecia y Portugal se registraron aumentos de la deuda pública de unos 10 puntos porcentuales del PIB o más, como consecuencia de los elevados déficits, así como en Alemania, principalmente debido a las medidas de apoyo al sector financiero, concretamente a la inclusión de dos bancos malos en la deuda de las Administraciones Públicas.

Cuadro 10 Evolución de las finanzas públicas de la zona del euro

(en porcentaje del PIB)

	2008	2009	2010	2011	2012
a. Ingresos totales	44,9	44,5	44,5	44,9	44,9
b. Gasto total	46,9	50,8	50,4	49,1	48,5
Del cual:					
c. Gasto por intereses	3,0	2,8	2,8	3,0	3,2
d. Gasto primario (b - c)	43,9	48,0	47,6	46,2	45,3
Saldo presupuestario (a - b)	-2,0	-6,3	-6,0	-4,3	-3,5
Saldo presupuestario primario (a - d)	1,0	-3,5	-3,2	-1,3	-0,4
Saldo presupuestario ajustado de ciclo	-2,5	-4,3	-4,4	-3,0	-2,5
Deuda bruta	69,9	79,3	85,4	87,7	88,5
Pro memoria: PIB real (tasa de variación interanual)	0,4	-4,1	1,8	1,6	1,8

Fuentes: Previsiones económicas de la Comisión Europea de primavera de 2011 y cálculos del BCE.

Nota: Pueden producirse discrepancias, debido al redondeo.

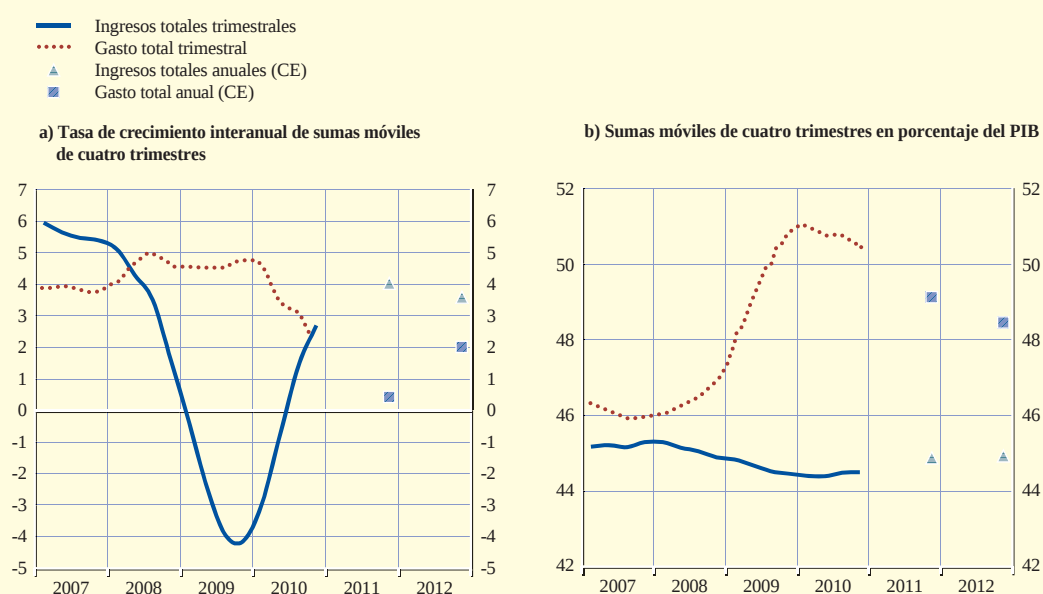
Según las previsiones económicas de la Comisión Europea de primavera de 2011, la mayor parte de los países de la zona del euro que son objeto de un procedimiento de déficit excesivo cumplieron, en general, las exigencias impuestas por el Consejo en 2010. En la mayoría de los países de la zona en los que era necesario aplicar un proceso de consolidación, el saldo estructural mejoró, aunque en varios no se consiguió alcanzar la media anual requerida durante todo el período de corrección.

PERSPECTIVAS DE LAS FINANZAS PÚBLICAS EN 2011 Y 2012

Para 2011 y 2012 se prevé una clara mejora de las finanzas públicas de la zona del euro. Según las previsiones económicas de la Comisión Europea de primavera de 2011, el déficit de las Administraciones Públicas de la zona se reducirá hasta situarse en el 4,3% del PIB en 2011 y en el 3,5% en 2012 (véase cuadro 10). Aunque se espera que el déficit público de la mayoría de los países de la zona no cumpla el valor de referencia del 3% del PIB en 2011 y 2012, los déficits de Alemania, Estonia, Luxemburgo, Malta y Finlandia se situarán en el 3% del PIB o por debajo de este nivel en 2011.

Las expectativas de reducción del déficit de las Administraciones Públicas de la zona del euro tienen su origen, principalmente, en la consolidación basada en el gasto, especialmente en 2011. Según las previsiones de la Comisión Europea, el gasto nominal de la zona del euro aumentará con más lentitud que los ingresos nominales en 2011 y, en menor medida, en 2012 (véase gráfico 59a). En 2011 se espera que el crecimiento del gasto nominal descienda considerablemente y se sitúe por debajo del 0,5%, ya que la contención del gasto destinado a pagar los salarios públicos y la reducción de la inversión pública y del consumo público de bienes intermedios contribuirán a moderar el impacto de la recuperación económica sobre las prestaciones sociales. En 2012, a falta de medidas adicionales concretas de consolidación, se prevé que el crecimiento del gasto retorne, en general, al ritmo observado en 2010. En

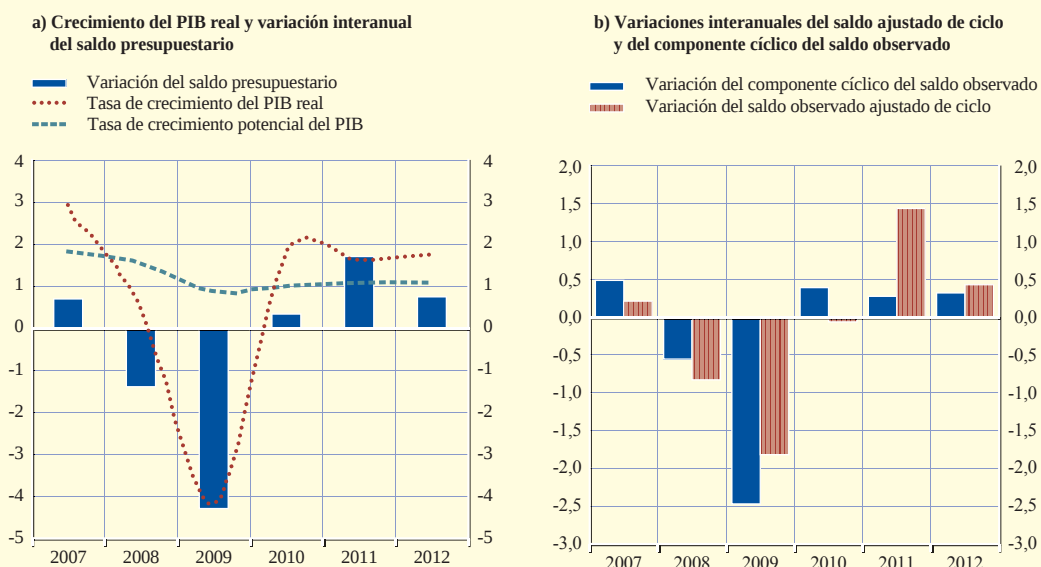
Gráfico 59 Estadísticas y previsiones trimestrales de las finanzas públicas en la zona del euro



Fuentes: Cálculos del BCE basados en datos nacionales y de Eurostat, previsiones económicas de la Comisión Europea de primavera de 2011. Nota: Los gráficos muestran la evolución de los ingresos y gastos totales en términos de sumas móviles de cuatro trimestres para el período comprendido entre el primer trimestre de 2007 y el cuarto trimestre de 2010, más las previsiones anuales para 2011 y 2012 de las previsiones económicas de la Comisión Europea de primavera de 2011.

Gráfico 60 Determinantes de la evolución presupuestaria de la zona del euro

(en puntos porcentuales del PIB; tasas de variación)



Fuentes: Previsiones económicas de la Comisión Europea de primavera de 2011 y cálculos del BCE.

cambio, se prevé que el crecimiento de los ingresos nominales continúe la recuperación iniciada en 2010 y que aumente hasta situarse en torno al 4% en 2011, como consecuencia de incrementos en todas las principales categorías de ingresos, antes de disminuir hasta situarse en el 3,6% en 2012. Junto con el repunte gradual del crecimiento del PIB nominal, se espera que la ratio de ingresos en relación con el PIB de la zona del euro aumente ligeramente en 2011-2012, mientras que se prevé que la ratio de gasto se reduzca en dos puntos porcentuales, hasta el 48,5% del PIB en 2012, todavía muy por encima del nivel de 2007, el 46% del PIB (véase gráfico 59b).

También se espera que el ciclo económico tenga un efecto positivo en la evolución presupuestaria en 2011-2012, con un crecimiento del PIB real que se mantendrá ligeramente por encima del crecimiento potencial (véase gráfico 60). En 2011, la magnitud de este impacto será considerablemente inferior a la mejora sustancial que registre el saldo presupuestario ajustado de ciclo como resultado del endurecimiento de la política fiscal, mientras que ambos factores contribuirán prácticamente en la misma medida a la mejora de la situación presupuestaria prevista para 2012.

Se espera que la ratio media de deuda de las Administraciones Públicas en relación con el PIB de la zona del euro se eleve desde el 85,4% del PIB en 2010 hasta el 88,5% en 2012 (véase cuadro 10). Pese al incremento del gasto por intereses, el ritmo de aumento de esta ratio se moderará, debido fundamentalmente a la disminución de los déficits primarios y de los ajustes déficit-deuda que generan un aumento de la deuda. Se prevé que la ratio de deuda registre un ascenso en la mayor parte de los países de la zona del euro, con incrementos acumulados de alrededor de 20 puntos porcentuales del PIB en dos años en el caso de Irlanda y Grecia. Al mismo tiempo, se espera que la ratio de deuda se estabilice, en general, en Bélgica, Estonia, Italia, Luxemburgo y Malta, y que descienda ligeramente en Alemania. Según las previsiones, en 2012, doce países de la zona del euro registrarán una ratio de deuda por encima del valor de referencia, el 60% del PIB, y en cinco países, concretamente Bélgica, Irlanda, Grecia, Italia y Portugal, se situará próxima al 100% del PIB o por encima de este nivel en 2011 y 2012.

VALORACIÓN DE LAS ACTUALIZACIONES DE LOS PROGRAMAS DE ESTABILIDAD 2011

Según los programas de estabilidad actualizados y, en su caso, los programas de ajuste de la UE y el FMI, se espera que el déficit de las Administraciones Públicas de la zona del euro disminuya hasta situarse en el 4,2% del PIB en 2011, el 3% en 2012 y el 2% en 2013 (véase cuadro 11). Esta senda es más favorable que la prevista por la Comisión Europea, especialmente para 2012, y que la de las actualizaciones de los programas de estabilidad 2009-2010, habida cuenta de que, en 2010, el punto de partida era más bajo. De acuerdo con los programas, todos los países de la zona del euro prevén una mejora de las cuentas públicas para el final del período que cubre el programa, aunque después de registrar deterioros temporales en Estonia y Luxemburgo. En concreto, todos los países que son objeto de un procedimiento de déficit excesivo pretenden corregirlo dentro del plazo acordado. Se espera que la ratio de deuda pública en relación con el PIB de la zona del euro aumente de nuevo, hasta el 85,5% en 2011 y el 85,7% en 2012, antes de descender hasta situarse en el 84,9% en 2013. A continuación se presentan los programas disponibles para los países más importantes de la zona del euro, así como para los más vulnerables, con la excepción de Grecia, país del que no se ha recibido una actualización del programa de ajuste de la UE y el FMI desde que se presentó en el Boletín Mensual de marzo de 2011.

Según el programa de estabilidad 2011 actualizado de Alemania, la ratio de déficit del país disminuirá gradualmente, desde el 3,3% del PIB en 2010 hasta el 1% en 2013. Se prevé que la mejora presupuestaria esté impulsada por unas condiciones macroeconómicas favorables, así como por medidas discrecionales, incluida la retirada de medidas de estímulo adoptadas anteriormente. Se espera corregir el déficit excesivo en 2011, es decir, dos años antes de que finalice el plazo establecido por el Consejo, el año 2013, y que la ratio de deuda pública en relación con el PIB descienda desde el 83,2% en 2009 hasta el 79,5% en 2013.

El programa de estabilidad actualizado de Francia prevé que la ratio de déficit disminuya desde el 7,1% del PIB en 2010 hasta el 3% del PIB en 2013, en consonancia con el plazo establecido en el procedimiento de déficit excesivo. Se espera que la ratio de deuda aumente hasta situarse en el 86% del PIB en 2012, antes de reducirse hasta el 85,6% en 2013. Según el programa, aproximadamente dos terceras partes de la mejora de la ratio de saldo presupuestario deberían proceder de un descenso del gasto público en relación con el PIB.

De acuerdo con el programa de estabilidad actualizado 2011 de Italia, la ratio de déficit disminuirá desde el 4,6% del PIB en 2010 hasta el 3,9% en 2011, y posteriormente seguirá descendiendo hasta situarse por debajo del 3% del PIB en 2012, de conformidad con las exigencias del procedimiento de déficit excesivo. Se prevé que la ratio de deuda en relación con el PIB permanezca prácticamente estable, en torno al 120%, hasta 2012, y que posteriormente se reduzca. El programa indica que todavía hay que especificar medidas adicionales que, en cifras acumuladas, ascienden a aproximadamente el 2,3% del PIB para el período 2013-2014, con el fin de alcanzar el objetivo de un saldo presupuestario equilibrado en 2014.

El programa de estabilidad actualizado de España confirma los planes anteriores encaminados a lograr que la ratio de déficit en relación con el PIB se sitúe en el 6% en 2011 y que se reduzca hasta el 3% en 2013. Mientras, se prevé que la ratio de deuda pública en relación con el PIB registre un máximo, hasta situarse justo por debajo del 70% en 2013. Para 2012-2013, es necesario especificar los detalles de los recortes del gasto previstos.

El programa de estabilidad actualizado de Irlanda incluye previsiones hasta 2015, el plazo ampliado fijado por el Consejo para corregir el déficit excesivo. El déficit presupuestario, excluidas transferencias al sector

bancario, se reducirá desde el 11,9% del PIB en 2010 hasta el 2,8% en 2015, con un ajuste estructural total de 6,5 puntos porcentuales del PIB de 2010 a 2015. Para 2011, las medidas especificadas se centran en el gasto, con un ajuste estructural total del 4% del PIB. Para 2012 y años posteriores, el Gobierno se ha comprometido a alcanzar otros ambiciosos objetivos de consolidación estructural.

Cuadro 11 Actualizaciones de los programas de estabilidad de los países de la zona del euro

	Crecimiento del PIB real (tasa de variación)				Saldo presupuestario (en porcentaje del PIB)				Dueda bruta (en porcentaje del PIB)			
	2010	2011	2012	2013	2010	2011	2012	2013	2010	2011	2012	2013
Bélgica												
Actualización de enero 2010	1,1	1,7	2,2	-	-4,8	-4,1	-3,0	-2,0	100,6	101,4	100,6	-
Actualización de abril 2011	2,1	2,0	2,3	2,1	-4,1	-3,6	-2,8	-1,8	96,8	97,5	96,5	95,1
Alemania												
Actualización de febrero 2010	1,4	2,0	2,0	2,0	-5,5	-4,5	-3,5	-3,0	76,5	79,5	81,0	82,0
Actualización de abril 2011	3,6	2,3	1,8	1,5	-3,3	-2,5	-1,5	-1,0	83,2	82,0	81,0	79,5
Estonia												
Actualización de diciembre 2009	-0,1	3,3	3,7	4,0	-2,2	-2,0	-1,0	0,2	10,1	13,0	14,2	14,3
Actualización de abril 2011	3,1	4,0	4,0	3,6	0,1	-0,4	-2,1	0,1	6,6	6,0	6,0	5,8
Irlanda												
Actualización de diciembre 2009	-1,3	3,3	4,5	4,3	-11,6	-10,0	-7,2	-4,9	77,9	82,9	83,9	83,3
Programa UE/FMI de finales de 2010	-	-	-	-	-	-10,6	-8,6	-7,5	-	-	-	-
Actualización de abril 2011	-1,0	0,8	2,5	3,0	-32,4	-10,0	-8,6	-7,2	96,0	111,0	116,0	118,0
Grecia												
Actualización de enero 2010	-0,3	1,5	1,9	2,5	-8,7	-5,6	-2,8	-2,0	120,4	120,6	117,7	113,4
Actualización del programa UE/FMI de febrero 2011	-	-	-	-	9,6	7,6	6,5	4,8	142,8	153,8	159,4	158,9
España												
Actualización de febrero 2010	-0,3	1,8	2,9	3,1	-9,8	-7,5	-5,3	-3,0	65,9	71,9	74,3	74,1
Objetivos revisados en mayo 2010	-	-	-	-	-9,3	-6,0	-4,4	-3,0	-	-	-	-
Actualización de abril 2011	-0,1	1,3	2,3	2,4	-9,2	-6,0	-4,4	-3,0	60,1	67,3	68,5	69,3
Francia												
Actualización de febrero 2010	1,4	2,5	2,5	2,5	-8,2	-6,0	-4,6	-3,0	83,2	86,1	87,1	86,6
Actualización de abril 2011	1,6	2,0	2,3	2,5	-7,0	-5,7	-4,6	-3,0	81,7	84,6	86,0	85,6
Italia												
Actualización de enero 2010	1,1	2,0	2,0	-	-5,0	-3,9	-2,7	-	116,9	116,5	114,6	-
Actualización de abril 2011	1,3	1,1	1,3	1,5	-4,6	-3,9	-2,7	-1,5	119,0	120,0	119,4	116,9
Chipre												
Actualización de marzo 2010	0,5	1,5	3,0	3,2	-6,0	-4,5	-3,4	-2,5	61,0	63,2	63,1	62,3
Actualización de abril 2011	0,9	1,5	2,5	2,7	-5,3	-4,0	-2,6	-2,0	60,9	61,6	62,0	61,3
Luxemburgo												
Actualización de febrero 2010	2,5	3,0	2,7	2,9	-3,9	-5,0	-4,6	-4,3	18,3	23,9	29,3	34,1
Actualización de abril 2011	3,5	3,2	3,5	3,7	-1,7	-1,0	-1,5	-1,2	18,4	17,5	19,8	21,4
Malta												
Actualización de febrero 2010	1,1	2,3	2,9	-	-3,9	-2,9	-2,8	-	68,6	68,0	67,3	-
Actualización de abril 2011	3,7	2,4	2,3	2,6	-3,6	-2,8	-2,1	-1,6	68,0	67,8	66,9	65,4
Países Bajos												
Actualización de enero 2010	1,5	2,0	2,0	-	-6,1	-5,0	-4,5	-	67,2	69,6	72,5	-
Actualización de abril 2011	1,7	1,8	1,5	1,3	-5,4	-3,7	-2,2	-1,8	62,7	64,5	64,9	64,7
Austria												
Actualización de enero 2010	1,5	1,5	1,9	2,0	-4,7	-4,0	-3,3	-2,7	70,2	72,6	73,8	74,3
Actualización de abril 2011	2,0	2,5	2,0	2,1	-4,6	-3,9	-3,3	-2,9	72,3	73,6	75,0	75,5
Portugal												
Actualización de marzo 2010	0,7	0,9	1,3	1,7	-8,3	-6,6	-4,6	-2,8	86,0	89,4	90,7	89,8
Objetivos revisados en 2010	-	-	-	-	-7,3	-4,6	-3,0	-2,0	-	-	-	-
Programa UE/FMI de mayo 2011	-	-	-	-	-9,1	-5,9	-4,5	-3,0	93,0	101,7	107,4	-
Eslovenia												
Actualización de enero 2010	0,9	2,5	3,7	3,5	-5,7	-4,2	-3,1	-1,6	39,6	42,0	42,7	42,1
Actualización de abril 2011	1,2	1,8	2,2	2,3	-5,5	-5,5	-3,9	-2,9	38,0	43,3	45,3	46,2

Cuadro II Actualizaciones de los programas de estabilidad de los países de la zona del euro

	Crecimiento del PIB real (tasa de variación)				Saldo presupuestario (en porcentaje del PIB)				Deuda bruta (en porcentaje del PIB)			
	2010	2011	2012	2013	2010	2011	2012	2013	2010	2011	2012	2013
Eslovaquia												
Actualización de enero 2010	1,9	4,1	5,4	-	-5,5	-4,2	-3,0	-	40,8	42,5	42,2	-
Actualización de abril 2011	4,0	3,4	4,8	4,8	-7,9	-4,9	-3,8	-2,9	41,0	44,1	45,3	45,3
Finlandia												
Actualización de enero 2010	0,7	2,4	3,5	3,0	-3,6	-3,0	-2,3	-1,9	48,3	52,2	54,4	56,4
Actualización de abril 2011	3,1	3,6	2,7	2,4	-2,5	-0,9	-0,7	-0,9	48,4	50,1	51,3	53,0
Zona del euro												
Actualización de 2009-2010	1,0	2,1	2,3	2,4	-6,7	-5,2	-3,9	-2,9	83,6	86,1	86,9	81,6
Actualización de abril 2011	2,0	1,9	1,9	1,9	-5,8	-4,2	-3,0	-2,0	83,7	85,5	85,7	84,9

Fuentes: Actualizaciones de los programas de estabilidad correspondientes a 2009-2010 y abril de 2011, fuentes nacionales y cálculos del BCE.
Nota: El agregado de la zona del euro se calcula como la media ponderada de todos los países de la zona para los que se dispone de datos. Dado que todavía no se dispone de los programas de estabilidad de Grecia y Portugal de abril de 2011, en su lugar se presentan cifras del programa de ajuste de la UE y el FMI.

Después de Grecia en abril de 2010 e Irlanda en noviembre de 2010, Portugal solicitó ayuda financiera a la UE y al FMI en abril de 2011. El 16 de mayo de 2011, el Eurogrupo aprobó un programa de ajuste económico conjunto de la UE y el FMI para el período 2011-2014. El apoyo financiero externo asciende a 78 mm de euros, de los que dos tercios serán aportados por la UE y un tercio por el FMI. Uno de los objetivos fundamentales del programa es la corrección del déficit excesivo del país para 2013, en consonancia con la recomendación formulada en el marco del procedimiento de déficit excesivo, y una reducción de la ratio de deuda pública en relación con el PIB. Los objetivos de déficit fijados en el programa son el 5,9% en 2011, el 4,5% en 2012 y el 3% en 2013, con un ajuste estructural acumulado de alrededor del 10,6% del PIB para el período 2011-2013 y con un adelanto considerable en 2011 (el 5,7% del PIB). Las reformas fiscales estructurales son una parte amplia y clave del programa.

En conjunto, aunque los programas de estabilidad presentan objetivos adecuados, en general, para 2011 y años posteriores, en muchos casos, los planes presupuestarios no son plenamente convincentes por tres motivos principales. En primer lugar, los programas de algunos países de la zona del euro se basan en supuestos macroeconómicos optimistas si se comparan con las previsiones de la Comisión Europea. En segundo lugar, el esfuerzo de consolidación estructural previsto no es suficientemente ambicioso en muchos países, ya que no sigue totalmente las recomendaciones o las exigencias del Consejo con arreglo al aspecto preventivo del Pacto de Estabilidad y Crecimiento. En tercer lugar, la senda de ajuste presentada en la mayoría de los programas no está suficientemente respaldada por medidas concretas, especialmente para los años posteriores a 2011. En consecuencia, en varios países hay una brecha considerable entre los objetivos oficiales y las previsiones de la Comisión Europea para 2012. Sobre la base de las medidas anunciadas actualmente, se espera que algunos países corrijan sus déficits excesivos con más rapidez de la exigida en términos nominales (Alemania, Países Bajos y Finlandia), mientras que en otros existen riesgos evidentes de que puede que no cumplan los plazos de corrección establecidos de común acuerdo.

Para limitar el aumento de las ratios de deuda pública en relación con el PIB y restaurar la confianza en la sostenibilidad de las finanzas públicas, es de vital importancia que todos los países de la zona del euro cumplan estrictamente sus obligaciones en el marco fiscal europeo. A este respecto, la gobernanza económica debe reforzarse para asegurar unos requerimientos más rigurosos y mayor automatismo en los procedimientos en el contexto del mecanismo de vigilancia fiscal¹. Al mismo tiempo, la coordinación de

¹ Véase también el artículo titulado «La reforma de la gobernanza económica en la zona del euro: elementos esenciales», *Boletín Mensual*, BCE, marzo de 2011.

la política económica en el semestre europeo requiere que la revisión mutua de los programas de estabilidad efectivamente se traduzca en medidas concretas en los presupuestos nacionales de 2012². Por consiguiente, la importancia de definir y aplicar planes presupuestarios ambiciosos y creíbles debería tomarse con especial seriedad, no solo este año, sino también con el fin de fijar una referencia sólida para el futuro. A este respecto, las medidas de consolidación aplicadas en episodios anteriores muestran que es probable que las estrategias creíbles de ajuste fiscal que generan superávits primarios elevados durante un largo período de tiempo consigan estabilizar la ratio de deuda pública en relación con el PIB y situarla en una senda descendente, incluso en países que afrontan ratios de deuda elevadas y en aumento (véase, en el recuadro 8, un análisis de la experiencia anterior de países de la UE con superávits primarios elevados y sostenidos). Es necesario disponer de marcos fiscales rigurosos con reglas de gasto público estrictas que respalden la disciplina presupuestaria³. Al mismo tiempo, estas normas fiscales contribuirían a que la situación de las finanzas públicas sea menos vulnerable a futuras recesiones económicas (en el recuadro 9 se presenta la experiencia pasada con marcos presupuestarios insuficientemente rigurosos en países de Europa Central y Oriental).

2 Véase también el recuadro 1, titulado «El semestre europeo», *Boletín Mensual*, BCE, marzo de 2011.

3 Para un análisis de las reglas de gasto público eficaces para salvaguardar la sostenibilidad fiscal, véase el artículo titulado «Garantizar la estabilidad fiscal en la zona del euro», *Boletín Mensual*, BCE, abril de 2011.

Recuadro 8

LA EXPERIENCIA ANTERIOR DE PAÍSES DE LA UE CON SUPERÁVITS PRIMARIOS ELEVADOS Y SOSTENIDOS

La sostenibilidad de la deuda pública exige que un país genere superávits primarios (esto es, saldo presupuestario excluidos los pagos de intereses) suficientemente elevados durante un período prolongado para que la ratio de deuda pública en relación con el PIB no aumente sin límite¹.

En el marco de los programas de ajuste de la UE y el FMI, los países de la zona del euro con desequilibrios presupuestarios muy pronunciados están adoptando ambiciosas medidas correctivas para estabilizar y a continuación reducir sus ratios de deuda pública en relación con el PIB. Para situar estas medidas en perspectiva, en este recuadro se consideran episodios anteriores de superávits primarios elevados en países de la UE que se mantuvieron durante largo tiempo en el período 1980-2010. Estas estrategias fiscales fueron fundamentales para reducir las ratios de deuda pública².

Para identificar las mejoras en la situación de las finanzas públicas que estuvieron impulsadas por medidas discrecionales de política fiscal, la atención se centra en el saldo primario ajustado de ciclo (es decir, una medida del saldo presupuestario primario ajustado por los efectos del ciclo económico). En particular, el análisis considera los episodios en los que se alcanzó un superávit primario medio ajustado de ciclo de al menos el 4,5% del PIB durante un período mínimo de cinco años. Según este criterio, se han seleccionado un total de seis episodios en los que se registraron superávits primarios ajustados de ciclo elevados en el período comprendido entre 1988 y 2004 (véase cuadro).

1 Con arreglo al supuesto convencional de que el tipo de interés (efectivo) nominal del saldo de la deuda es más elevado que la tasa de crecimiento nominal de la economía. Para más detalles, véase el recuadro titulado «Factores determinantes de las ratios de deuda pública con respecto al PIB», *Boletín Mensual*, BCE, abril de 2011.

2 Véanse los recuadros titulados «La experiencia con la reducción de la deuda pública en los países de la zona del euro», *Boletín Mensual*, BCE, septiembre de 2009, y «Evolución de la deuda pública y del saldo primario en los Estados miembros de la UE», *Boletín Mensual*, BCE, marzo de 2011.

Episodios seleccionados de superávits primarios ajustados de ciclo elevados y sostenidos en países de la UE

País (período en el que se mantuvieron SPAC elevados)	Bélgica (1993-2004)	Italia (1995-2000)	Irlanda (1988-2000)	Finlandia (1998-2003)	Grecia (1994-1999)	Suecia (1996-2001)
SPAC medio (en porcentaje del PIB)	5,4	5,5	5,3	5,6	4,5	4,7
SPAC máximo (en porcentaje del PIB)	6,8	7,0	7,1	8,0	5,1	5,8
(año o años en los que se alcanzó)	(1998)	(1997)	(1994)	(2000)	(1998, 1999)	(1998, 2000)
Ratio media de deuda en los cinco años anteriores (en porcentaje del PIB)	125,7	107,1	103,3	56,1	77,1	65,2
Variación de la ratio de deuda (en puntos porcentuales del PIB):						
en los cinco años anteriores	4,0	28,8	29,2	13,8	37,2	31,0
durante el período de SPAC elevados	-34,5	-12,7	-75,2	-9,5	-4,3	-18,3
en los cinco años siguientes	2,0	-3,3	-10,4	-10,4	4,9	-9,0

Fuente: Cálculos del BCE basados en datos de la Comisión Europea.
Nota: SPAC = superávit primario ajustado de ciclo.

Como se muestra en el cuadro, los seis países considerados registraron superávits primarios medios ajustados de ciclo de entre el 4,5% (Grecia) y el 5,6% (Finlandia) del PIB, con máximos considerablemente más altos durante el período. Estos superávits se mantuvieron durante largos períodos, desde un mínimo de seis años en Italia, Grecia y Suecia, hasta 12, 13 e incluso 14 años en Bélgica, Irlanda y Finlandia, respectivamente. Los prolongados períodos en los que registraron abultados superávits primarios ajustados de ciclo indican que este logro no solo es un reflejo de unas condiciones económicas cíclicas particularmente favorables. El ajuste fiscal acumulado³ para alcanzar los elevados y sostenidos niveles de superávit primario también fue notable: por ejemplo, en Grecia se registró un superávit primario ajustado de ciclo del 4,8% en 1994, después de un ajuste acumulado de 10,1 puntos porcentuales del PIB durante un período de cuatro años (1991-1994). De igual modo, Suecia alcanzó un superávit primario ajustado de ciclo del 3,5% del PIB en 1996, tras un ajuste acumulado de 6 puntos porcentuales del PIB durante tres años (1994-1996).

Dos observaciones (que no son mutuamente excluyentes) sobre la evolución de la deuda antes de que comenzara el período de ajuste caracterizan a los países de esta muestra: i) las ratios de deuda en relación con el PIB eran muy elevadas antes de la mejora del saldo primario ajustado de ciclo (Bélgica, Italia e Irlanda tenían ratios de deuda por encima del 100% del PIB); ii) la ratio de deuda había aumentado considerablemente antes del ajuste fiscal (en Grecia, Suecia y Finlandia), también como consecuencia de una crisis bancaria (en Finlandia y Suecia).

El mantenimiento de superávits primarios ajustados de ciclo elevados durante un período prolongado hace que las ratios de deuda pública se sitúen en una senda descendente. Los países considerados redujeron sus ratios de deuda en relación con el PIB durante el período de ajuste, en algunos casos sustancialmente. No obstante, en el caso de Grecia y Finlandia, los ajustes entre déficit y deuda con un impacto al alza sobre la ratio de deuda pública neutralizaron, en cierta medida, el efecto de los superávits primarios⁴. Además, en todos los países excepto en Grecia y Bélgica, la ratio de deuda

3 El ajuste fiscal acumulado se mide como la suma de las variaciones interanuales del saldo primario ajustado de ciclo durante el período de referencia.

4 En el caso de Grecia, los ajustes entre déficit y deuda en el período en el que se mantuvieron elevados superávits primarios ajustados de ciclo estuvieron relacionados, principalmente, con la revaloración de deuda denominada en moneda extranjera tras la devaluación del dracma y con operaciones con activos financieros. En el caso de Finlandia, el ajuste entre déficit y deuda estuvo asociado, fundamentalmente, con operaciones con activos financieros.

continuó su trayectoria a la baja una vez finalizado el período de superávits primarios abultados. La reducción de las ratios de deuda se vio favorecida por el estrechamiento de los diferenciales entre los tipos de interés y las tasas de crecimiento. En este contexto, el efecto beneficioso de una política fiscal prudente en la reducción de los tipos de interés (de mercado) y en respaldar un crecimiento sólido y sostenible del producto desempeñó un destacado papel⁵.

En general, la evidencia basada en experiencias anteriores muestra cómo los países que afrontan una ratio de deuda en relación con el PIB elevada y en aumento pueden lograr estabilizarla y reducirla. Para ello es necesario un esfuerzo inicial sostenido de consolidación que permita conseguir superávits primarios considerables, que deben mantenerse durante un período prolongado.

5 Véase también el artículo titulado «La eficacia de las políticas fiscales de la zona del euro», *Boletín Mensual*, BCE, julio de 2010.

Recuadro 9

EL IMPACTO DE LA CRISIS FINANCIERA Y ECONÓMICA GLOBAL EN LAS FINANZAS PÚBLICAS DE EUROPA CENTRAL Y ORIENTAL

Cuando la crisis financiera y económica global se afianzó, la situación de las finanzas públicas en la mayor parte de los países de Europa Central y Oriental de la UE no pertenecientes a la zona del euro (PECO) experimentó un acusado deterioro¹. En este recuadro se analizan los factores que hicieron que las finanzas públicas de estos países se volvieran vulnerables a la recesión económica y se describen los principales retos para sus políticas fiscales tras la crisis.

Las políticas fiscales antes de la crisis

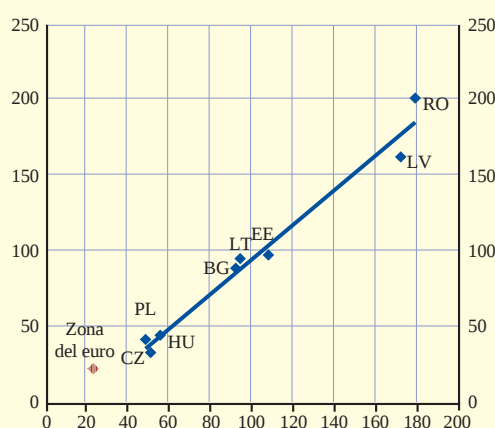
El auge económico experimentado en la mayoría de los PECO en los años anteriores a la crisis generó un intenso crecimiento de los ingresos públicos. No obstante, la mayor parte de este impulso no se utilizó para acumular reservas presupuestarias, sino para incrementar considerablemente el gasto primario, en gran medida en partidas menos productivas, como aumentos de las pensiones públicas, y en rápidas subidas de los salarios públicos. Como indica el gráfico A, la relación positiva entre el crecimiento de los ingresos y el del gasto primario en los años anteriores a la crisis fue más pronunciada en Rumanía y Letonia, seguidos de Estonia, Lituania y Bulgaria. En general, esta evolución del gasto público puede considerarse una indicación de que los marcos presupuestarios de estos países no impusieron las restricciones de gasto necesarias cuando el crecimiento de los ingresos se aceleró como consecuencia de un crecimiento económico temporalmente rápido. Por tanto, casi todos los PECO comenzaron la crisis con situaciones presupuestarias estructurales débiles, lo que hizo que las finanzas públicas se volvieran vulnerables a la acusada desaceleración económica. Como muestra el gráfico B, a partir de datos ex post, todos los PECO excepto Bulgaria registraron déficits estructurales antes de la crisis, pese a que el entorno macroeconómico todavía era muy favorable. Los tres PECO que tuvieron que recurrir al FMI y a la UE para solicitar apoyo financiero comenzaron la crisis con los déficits estructurales más elevados: en 2007, Hungría registró un déficit estructural del 5,2% del PIB, seguido de Rumanía, con el 4,9% y Letonia con el 4,4%.

1 Este recuadro se refiere a los ocho países de Europa Central y Oriental de la UE que no habían adoptado el euro en 2010.

Gráfico A Crecimiento de los ingresos nominales y del gasto primario en el período 2003-2007

(tasas de variación)

Eje de abscisas: crecimiento nominal total de los ingresos
Eje de ordenadas: crecimiento nominal total del gasto primario

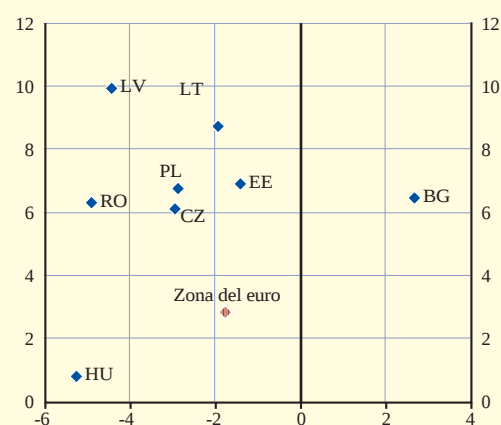


Fuentes: Eurostat, Comisión Europea y cálculos del BCE.

Gráfico B Saldos presupuestarios estructurales y crecimiento del PIB real en 2007

(en porcentaje del PIB; tasas de variación interanual)

Eje de abscisas: saldo presupuestario estructural
Eje de ordenadas: crecimiento del PIB real



Fuentes: Eurostat, Comisión Europea y cálculos del BCE.

La respuesta de las políticas fiscales a la crisis

Todos los PECO excepto Hungría experimentaron aumentos acusados de sus déficits presupuestarios en el periodo comprendido entre 2007 y 2009 (véase cuadro). Este deterioro reflejó la pronunciada caída del crecimiento del PIB, que hizo que se pasara de una situación de ingresos extraordinarios a otra de reducción extraordinaria de los ingresos y a un retraso en el ajuste del gasto durante ese periodo. Esto último estuvo relacionado, concretamente, con aumentos de las pensiones y de los salarios del sector público acordados antes de la crisis. Todos los países respondieron a la crisis consolidando sus finanzas públicas².

2 Para una descripción de las respuestas fiscales de los PECO a la crisis, véase el artículo titulado «El impacto de la crisis financiera en los países de Europa Central y Oriental», *Boletín Mensual*, BCE, julio de 2010. Véase también el recuadro 2, titulado «La experiencia del ajuste macroeconómico en los países bálticos», en este Boletín Mensual, en el que figuran más detalles sobre los aspectos más importantes de las estrategias de ajuste en Estonia, Letonia y Lituania en respuesta a la crisis.

Situación de las finanzas públicas en el período 2007-2012

	Saldo presupuestario						Deuda bruta de las Administraciones Públicas					
	Nivel (en porcentaje del PIB)				Variación (en puntos porcentuales)		Nivel (en porcentaje del PIB)				Variación (en puntos porcentuales)	
	2009	2010	2011	2012	2007-2009	2009-2012	2009	2010	2011	2012	2007-2012	
Bulgaria	-4,7	-3,2	-2,7	-1,6	-5,8	3,0	14,6	16,2	18,0	18,6	1,4	
República Checa	-5,9	-4,7	-4,4	-4,1	-5,2	1,8	35,3	38,5	41,3	42,9	14,0	
Estonia	-1,7	0,1	-0,6	-2,4	-4,3	-0,6	7,2	6,6	6,1	6,9	3,2	
Letonia	-9,7	-7,7	-4,5	-3,8	-9,3	5,8	36,7	44,7	48,2	49,4	40,4	
Lituania	-9,5	-7,1	-5,5	-4,8	-8,5	4,7	29,5	38,2	40,7	43,6	26,6	
Hungría	-4,5	-4,2	1,6	-3,3	0,5	1,2	78,4	80,2	75,2	72,7	6,6	
Polonia	-7,3	-7,9	-5,8	-3,6	-5,5	3,7	50,9	55,0	55,4	55,1	10,1	
Rumanía	-8,5	-6,4	-4,7	-3,6	-5,9	4,9	23,6	30,8	33,7	34,8	22,2	
Zona del euro	-6,3	-6,0	-4,3	-3,5	-5,7	2,8	79,3	85,4	87,7	88,5	22,3	

Fuentes: Eurostat y previsiones económicas de la Comisión Europea de primavera de 2011.

En 2010, los saldos presupuestarios mejoraron en todos los países menos en Polonia. Para 2011 se prevé que todos estos países, con la excepción de Estonia (que registró un ligero superávit en 2010), reduzcan nuevamente sus déficits presupuestarios o pasen a tener superávits. Según estas proyecciones, Polonia, como en 2010, registrará el déficit más alto (el 5,8% del PIB). En Hungría, donde se espera que el saldo presupuestario mejore en 5,8 puntos porcentuales hasta lograr un superávit del 1,6% del PIB, y en Polonia, el proceso de consolidación de las finanzas públicas está relacionado, en gran medida, con el efecto de aumento de los ingresos causado por los ajustes recientes del sistema de pensiones³.

Retos para la política fiscal después de la crisis

En la mayor parte de los PECO es necesario un mayor esfuerzo fiscal estructural que sea acorde con los compromisos adquiridos por los países en el contexto de los procedimientos de déficit excesivo, con el fin de limitar el aumento de las ratios de deuda en relación con el PIB y seguir restaurando la confianza en la sostenibilidad fiscal⁴. Para contener las presiones sobre la sostenibilidad de las finanzas públicas procedentes de los cambios demográficos, es necesario introducir nuevas reformas para incrementar la sostenibilidad a largo plazo de los planes de pensiones. Las medidas fiscales que impliquen un aumento de las aportaciones a los sistemas de pensiones de reparto a expensas de una reducción de las aportaciones a un sistema de pensiones de capitalización deben ser objeto de un estrecho seguimiento en cuanto a su posible efecto negativo en la sostenibilidad fiscal a largo plazo. Para maximizar el efecto positivo de la consolidación fiscal, los Gobiernos deberían tratar de mejorar la contribución del gasto público al crecimiento. Es necesario disponer de marcos presupuestarios rigurosos con normas de gasto público estrictas para mejorar la disciplina presupuestaria y evitar desviaciones presupuestarias procíclicas en el futuro. La adopción de medidas audaces en esta dirección mejoraría la confianza de los mercados financieros en la prudencia de las políticas fiscales de los PECO.

3 En Hungría, el sistema privado de pensiones obligatorio se suprimió a principios de este año. La transferencia de activos de pensiones relacionada implica un aumento excepcional y considerable de los ingresos y, por tanto, provoca una reducción del déficit. En ambos países, los ajustes implican una disminución de las aportaciones en el contexto del sistema privado de pensiones obligatorio a cambio del impacto del incremento de los ingresos atribuible al aumento de las aportaciones en el sistema público de pensiones.

4 Salvo Estonia, todos los PECO son objeto de una decisión del Consejo de la UE sobre la existencia de un déficit excesivo. Las recomendaciones del Consejo proporcionan orientación sobre las necesidades de consolidación estructural media anual de las finanzas públicas. Los plazos límite para corregir los déficits excesivos son 2011 para Bulgaria y Hungría, 2012 para Letonia, Lituania, Polonia y Rumanía, y 2013 para la República Checa.

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

A partir de los datos disponibles hasta el 24 de mayo de 2011, los expertos del Eurosistema han elaborado una serie de proyecciones sobre la evolución macroeconómica de la zona del euro¹. Apoyado por una demanda mundial sostenida y el fortalecimiento de la inversión, por las medidas para restablecer el funcionamiento del sistema financiero y por la orientación aún acomodaticia de la política monetaria, el crecimiento medio anual del PIB real se situará entre el 1,5% y el 2,3% en 2011 y entre el 0,6% y el 2,8% en 2012. Debido principalmente a las fuertes subidas experimentadas recientemente por los precios del petróleo, la inflación medida por el IAPC general se mantendrá por encima del 2,0% hasta el final de 2011. A partir de entonces, los precios de las materias primas se moderarán y, a medida que los efectos directos de sus anteriores subidas desaparezcan, la inflación media anual descenderá. En cambio, las presiones sobre los precios internos se intensificarán debido al aumento de la tasa de utilización de la capacidad productiva y de las tensiones en los mercados de trabajo, así como a la transmisión gradual y parcial de las anteriores subidas de los precios de las materias primas. La tasa media de inflación medida por el IAPC general se situará entre el 2,5% y el 2,7% en 2011, y entre el 1,1% y el 2,3% en 2012.

¹ Las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema han sido preparadas conjuntamente por los expertos del BCE y de los bancos centrales nacionales de la zona del euro y constituyen una aportación semestral a la valoración que el Consejo de Gobierno realiza sobre la evolución económica y sobre los riesgos para la estabilidad de precios. En la publicación titulada «A guide to Eurosystem staff macroeconomic projections exercises» (BCE, junio de 2001), disponible en la dirección del BCE en Internet, se facilita más información sobre los procedimientos y técnicas utilizados. Para expresar el grado de incertidumbre que rodea las proyecciones, se presentan, para cada variable, intervalos basados en las diferencias entre las cifras observadas y las proyecciones elaboradas en los últimos años. La amplitud de estos intervalos es dos veces el valor absoluto medio de esas diferencias. La técnica utilizada, que prevé una corrección por acontecimientos excepcionales, se explica en la publicación titulada «New procedure for constructing Eurosystem and ECB staff projection ranges» (BCE, diciembre de 2009), que también puede consultarse en la dirección del BCE en Internet.

Recuadro 10

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

Los supuestos técnicos relativos a los tipos de interés y a los precios de las materias primas se basan en las expectativas de los mercados consideradas hasta el 18 de mayo de 2011¹. El supuesto sobre los tipos de interés a corto plazo tiene un carácter puramente técnico. Los tipos de interés a corto plazo se miden por el EURIBOR a tres meses y las expectativas de los mercados se basan en los tipos de interés de los futuros. Según esta metodología, el nivel medio de los tipos de interés a corto plazo será del 1,6% en 2011 y del 2,3% en 2012. Las expectativas de los mercados sobre el rendimiento nominal de la deuda pública a diez años de la zona del euro muestran un nivel medio del 4,5% en 2011 y del 4,8% en 2012. En cuanto a las condiciones de financiación, el escenario de referencia de las proyecciones incluye el supuesto de que, durante el horizonte considerado, los diferenciales de los préstamos bancarios respecto de los tipos de interés a corto plazo se reducirán debido a la transmisión gradual de las subidas de los tipos de mercado a plazo y al descenso del riesgo de impago tanto de las sociedades no financieras como de los hogares. Se considera que los diferenciales frente a los tipos de interés a largo plazo aumentarán gradualmente durante el horizonte de las proyecciones, tras haberse reducido notablemente en el último trimestre de 2010, y habrán retornado a un nivel compatible con su media histórica al final del horizonte contemplado. Se estima que las condiciones crediticias en el conjunto de la zona del euro seguirán normalizándose, aunque aún continuarán afectando

¹ Los supuestos relativos a los precios del petróleo y de los alimentos se basan en los precios de los futuros hasta el final del período considerado en las proyecciones. Los supuestos relativos a otras materias primas reflejan los precios de los futuros hasta el segundo trimestre de 2012 y, a partir de entonces, una evolución acorde con la actividad económica mundial.

tando negativamente a la actividad en el horizonte de las proyecciones. En cuanto a los precios de las materias primas, sobre la base de la trayectoria implícita en los mercados de futuros en las dos semanas previas a la fecha de cierre de los datos, se considera que los precios del barril de Brent se situarán, en promedio, en 111,1 dólares estadounidenses en 2011 y 108,0 en 2012. Se estima que los precios de las materias primas no energéticas en dólares estadounidenses aumentarán en un 20,4% en 2011 y un 1,2% en 2012.

Se parte del supuesto de que, durante el horizonte de las proyecciones, los tipos de cambio bilaterales permanecerán estables en los niveles medios registrados en las dos semanas previas a la fecha de cierre de los datos, lo que implica que el tipo de cambio entre el euro y el dólar estadounidense se situará en 1,42 en 2011 y en 1,43 en 2012, y que el tipo de cambio efectivo del euro, en promedio, se apreciará moderadamente en un 0,8% en 2011 y un 0,4% en 2012.

Los supuestos relativos a la política fiscal se basan en los planes presupuestarios nacionales de cada uno de los países de la zona del euro a fecha de 24 de mayo de 2011, e incluyen todas las medidas que ya han sido aprobadas por los parlamentos nacionales o que han sido concretadas en detalle por los Gobiernos y probablemente sean aprobadas tras su tramitación legislativa.

ENTORNO INTERNACIONAL

La recuperación de la economía mundial continúa y está adquiriendo un carácter crecientemente autosostenido. Aunque la recuperación está cada vez más arraigada en las economías industrializadas, las repercusiones de la crisis financiera seguirán restándole fuerza, frustrando así las perspectivas de una recuperación rápida de los mercados de trabajo. Esto contrasta notablemente con la situación en las economías emergentes de rápido crecimiento, que están operando a niveles próximos, y en algunos casos superiores, al de plena capacidad, y en las que persisten presiones que favorecen el recalentamiento. Desde la publicación de las anteriores proyecciones en marzo de 2011, las tensiones políticas se han intensificado en Oriente Medio y el Norte de África, y Japón ha sufrido desastres naturales y nucleares. Aunque esos acontecimientos han añadido incertidumbre a las perspectivas mundiales, no se prevé que desestabilicen la recuperación mundial. El crecimiento del PIB real mundial fuera de la zona del euro aumentará desde el 4,5% en 2011 hasta el 4,7% en 2012. El crecimiento de los mercados de exportación de la zona del euro se situará en el 8,3% en 2011 y en el 7,9% en 2012.

PROYECCIONES RELATIVAS AL CRECIMIENTO DEL PIB REAL

Tras una expansión relativamente moderada en el segundo semestre de 2010, el crecimiento del PIB real repuntó con especial vigor en el primer trimestre de 2011, situándose en una tasa intertrimestral del 0,8%. La desagregación sugiere que la demanda interna, y en especial la inversión, contribuyeron significativamente al crecimiento del PIB real durante ese período. En particular, la actividad de construcción parece haberse recuperado de su debilidad derivada de las condiciones meteorológicas en el cuarto trimestre. A medida que este efecto temporal alcista desaparezca, parece probable una moderación del crecimiento del PIB en el segundo trimestre. A más largo plazo, la actividad económica seguirá recuperándose, apoyada principalmente por una demanda mundial sostenida y por el fortalecimiento de la inversión. La demanda interna contribuirá cada vez más al crecimiento del PIB real, mientras que la contribución de la demanda exterior neta será decreciente, aunque aún positiva, durante el horizonte de las proyecciones. En general, en consonancia con los patrones observados tras anteriores crisis financieras, se estima que el PIB real se recuperará lentamente y alcanzará su nivel anterior a la crisis a lo largo de 2012. En términos anuales, el PIB real aumentará entre un 1,5% y un 2,3% en 2011 y entre un 0,6% y un 2,8% en 2012.

Cuadro 12 Proyecciones macroeconómicas para la zona del euro(tasas medias de variación anuales) ^{1), 2)}

	2010	2011	2012
IAPC	1,6	2,5 - 2,7	1,1 - 2,3
PIB real	1,7	1,5 - 2,3	0,6 - 2,8
Consumo privado	0,8	0,6 - 1,2	0,4 - 2,2
Consumo público	0,6	-0,4 - 0,6	-0,5 - 0,9
Formación bruta de capital fijo	-0,9	2,0 - 4,2	1,1 - 5,9
Exportaciones (bienes y servicios)	11,1	5,8 - 9,6	2,6 - 10,6
Importaciones (bienes y servicios)	9,3	4,3 - 7,9	2,6 - 10,0

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

2) Las proyecciones relativas a 2011 incluyen a Estonia como parte integrante de la zona del euro. Las tasas medias de variación anuales para 2011 se basan en una composición de la zona del euro que incluye a Estonia ya en 2010.

Más concretamente, el crecimiento del consumo privado será moderado en 2011 debido a que la subida de los precios de las materias primas afectará negativamente al crecimiento de la renta real disponible. En los meses siguientes, la disminución de las presiones inflacionistas y el crecimiento tanto del empleo como de la remuneración por asalariado permitirán la recuperación de las tasas de crecimiento de la renta real disponible y, en consecuencia, del consumo privado. La tasa de ahorro descenderá en 2011, como reflejo de la mejora de la confianza, y se mantendrá prácticamente sin variación en los meses siguientes. Debido a la mejora gradual del empleo, la tasa de desempleo se mantendrá estable durante la mayor parte de 2011 y se reducirá lentamente a partir de entonces.

La inversión privada no residencial aumentará con relativo vigor durante el horizonte de las proyecciones, apoyada por la fuerte confianza empresarial, el repunte gradual de la demanda, la aparición de cuellos de botella en la capacidad y la disminución de las restricciones financieras. En cambio, el crecimiento de la inversión residencial seguirá siendo bastante moderado hasta 2012, debido a los ajustes que se están produciendo en los mercados de la vivienda en algunos países. Conforme a los programas de saneamiento anunciados en varios países de la zona del euro, la inversión pública se reducirá en el horizonte de las proyecciones.

Tras el fuerte aumento de la demanda exterior en 2010, el ritmo de crecimiento de las exportaciones se debilitará, aunque seguirá siendo relativamente intenso, en 2011 y 2012. Se proyecta que el crecimiento de las importaciones experimente una evolución similar. En general, la demanda exterior neta realizará una contribución decreciente, aunque aún positiva, al crecimiento del PIB durante el horizonte de las proyecciones.

Se estima que la crisis ha afectado negativamente al crecimiento potencial, aunque la magnitud exacta de ese impacto sigue siendo muy incierta. En consecuencia, las proyecciones sobre crecimiento potencial, y por consiguiente sobre la brecha de producción, están rodeadas de un grado de incertidumbre superior incluso al habitual. Pese a ello, se proyecta que el crecimiento potencial se recupere ligeramente durante el horizonte considerado, aunque a tasas considerablemente inferiores a las anteriores a la crisis, como reflejo de las menores contribuciones del trabajo y el capital. La correspondiente brecha de producción negativa estimada se reducirá previsiblemente durante el horizonte de las proyecciones.

PROYECCIONES SOBRE PRECIOS Y COSTES

Debido principalmente a las fuertes subidas recientemente experimentadas por los precios del petróleo, la inflación medida por el IAPC general se mantendrá en niveles superiores al 2,0% hasta principios de 2012. A partir de entonces, las presiones sobre los precios de las materias primas se moderarán y, a medida que los efectos directos de sus recientes subidas desaparezcan, la inflación media anual descenderá.

En cambio, las presiones sobre los precios internos se intensificarán debido al aumento de la tasa de utilización de la capacidad productiva y de las tensiones en los mercados de trabajo, así como a la transmisión gradual y parcial de las anteriores subidas de los precios de las materias primas. La tasa media de inflación medida por el IAPC general se situará entre el 2,5% y el 2,7% en 2011, y entre el 1,1% y el 2,3% en 2012. La tasa de crecimiento del IAPC excluidos los alimentos y la energía aumentará gradualmente durante todo el horizonte de las proyecciones.

Más concretamente, tras el fuerte aumento experimentado en el primer trimestre de 2011, debido principalmente al alza de los precios internacionales de las materias primas, las presiones externas sobre los precios disminuirán hasta el final del horizonte considerado. Este perfil refleja en gran medida la previsible moderación de la evolución de los precios de las materias primas y la reciente apreciación del euro. En contraste, las presiones internas sobre los precios aumentarán ligeramente durante el horizonte de las proyecciones. El crecimiento de la remuneración nominal por asalariado aumentará gradualmente, como reflejo de las mejoras en los mercados de trabajo y, en cierta medida, de los efectos retardados del aumento de la inflación medida por los precios de consumo en 2011, debido en parte a los mecanismos de indexación de los salarios existentes en algunos países de la zona del euro. Debido al vencimiento escalonado de los salarios nominales negociados y al vigoroso repunte de la inflación medida por los precios de consumo, la remuneración real por asalariado descenderá en 2011 y se recuperará ligeramente durante el resto del horizonte considerado en las proyecciones. Tras reducirse en 2010, el crecimiento de los costes laborales unitarios volverá a ser positivo en 2011 y repuntará en 2012 como consecuencia de la moderación de las ganancias de productividad del trabajo y del aumento gradual de la tasa de crecimiento de la remuneración nominal por asalariado. Tras recuperarse de manera pronunciada en 2010, los márgenes de beneficios crecerán menos en 2011 y experimentarán una ligera aceleración en los meses siguientes. La contracción inicial del crecimiento de los márgenes de beneficios obedece a cierto amortiguamiento del cambio de tendencia de los costes laborales unitarios, mientras que su ulterior aumento se deriva de la mejora de la demanda agregada. Con todo, los márgenes de beneficios se mantendrán en niveles inferiores a los de 2007 durante el horizonte de las proyecciones. Sobre la base de las medidas ya anunciadas, se estima que los impuestos indirectos y los aumentos de los precios administrados también contribuirán positivamente a la inflación medida por el IAPC en 2011.

COMPARACIÓN CON LAS PROYECCIONES DE MARZO DE 2011

En comparación con las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE publicadas en el Boletín Mensual de marzo de 2011, el intervalo de crecimiento del PIB real proyectado para 2011 se ha revisado al alza debido fundamentalmente a un nivel del PIB en el primer trimestre de 2011 más favorable de lo previsto. Para 2012, el intervalo se mantiene en general sin cambios. En cuanto a la inflación medida por el IAPC, el intervalo proyectado para 2011 también se ha revisado al alza, como reflejo fundamentalmente de la subida de los precios de la energía. El intervalo para 2012 se ha estrechado ligeramente.

Cuadro 13 Comparación con las proyecciones de marzo de 2011

(tasas medias de variación anuales)

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

Recuadro II

PREVISIONES DE OTRAS INSTITUCIONES

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

Según las previsiones de otras instituciones actualmente disponibles, la tasa de crecimiento del PIB real de la zona del euro se situará en un intervalo comprendido entre el 1,6% y el 2,0% en 2011, y entre el 1,7% y el 2,0% en 2012. Todas estas previsiones se encuadran dentro de los intervalos proyectados por los expertos del Eurosistema.

Por lo que se refiere a la inflación, las previsiones de otras instituciones estiman que la inflación media anual medida por el IAPC se situará entre el 2,3% y el 2,6% en 2011, y entre el 1,6% y el 1,9% en 2012. A excepción de la proyección del FMI sobre la inflación medida por el IAPC en 2011, que se basa en supuestos diferentes sobre los precios de las materias primas, todas las previsiones se encuadran dentro de los intervalos proyectados por los expertos del Eurosistema.

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

(tasas medias de variación anuales)

	Fecha de publicación	Crecimiento del PIB		Inflación medida por el IAPC	
		2011	2012	2011	2012
FMI	Abril 2011	1,6	1,8	2,3	1,7
Encuesta a expertos en previsión económica	Mayo 2011	1,7	1,7	2,5	1,9
Consensus Economics Forecasts	Mayo 2011	1,7	1,7	2,5	1,9
OCDE	Mayo 2011	2,0	2,0	2,6	1,6
Comisión Europea	Mayo 2011	1,6	1,8	2,6	1,8
Proyecciones elaboradas por los expertos del Eurosistema	Junio 2011	1,5 – 2,3	0,6 – 2,8	2,5 – 2,7	1,1 – 2,3

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

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