

CAPÍTULO I

EVOLUCIÓN ECONÓMICA Y POLÍTICA MONETARIA

I DECISIONES DE POLÍTICA MONETARIA

En 2010, el Eurosistema tuvo que hacer frente, una vez más, a un entorno muy difícil, con renovadas tensiones en los mercados financieros. En algunos mercados de renta fija de la zona del euro se observaron tensiones muy agudas, especialmente a partir de mayo de 2010, como consecuencia de la crisis de la deuda soberana. Entre los aspectos positivos, las perspectivas de inflación siguieron siendo moderadas, sin que se registraran presiones deflacionistas ni inflacionistas en el horizonte temporal relevante para la política monetaria. La inflación, medida por el IAPC, aumentó gradualmente a lo largo del año, y se situó, en promedio, en el 1,6% en 2010, frente al 0,3% de 2009. La evolución del crecimiento económico fue relativamente favorable, especialmente considerando la grave recesión económica registrada en 2009; los datos y las encuestas publicados a lo largo del año indicaron, en general, unos resultados económicos algo mejores de lo previsto. En este contexto, el Consejo de Gobierno consideró apropiada la orientación acomodaticia que se había dado a la política monetaria y, por lo tanto, mantuvo sin variación los tipos de interés oficiales del BCE en los mínimos históricos alcanzados en mayo de 2009. El tipo de interés de las operaciones principales de financiación se situó en el 1% durante todo 2010, el tipo de

interés de la facilidad de depósito en el 0,25% y el tipo de interés de la facilidad marginal de crédito en el 1,75% (véase gráfico 1).

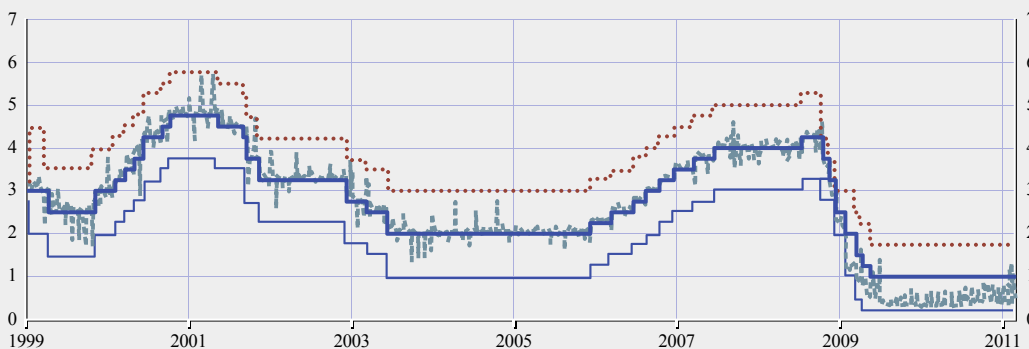
Examinando con más detalle la evolución de los tipos de interés a partir de la agudización de la crisis financiera que se produjo a raíz de la quiebra de la institución financiera estadounidense Lehman Brothers el 15 de septiembre de 2008, cabe destacar algunas fechas clave que marcan el inicio de una nueva fase en la crisis financiera (véase gráfico 2).

La evolución positiva del funcionamiento del mercado monetario a lo largo de 2009 preparó el camino para ir retirando gradualmente en los primeros meses de 2010 algunas de las medidas no convencionales que se habían adoptado para potenciar el funcionamiento del mecanismo de transmisión de la política monetaria. Sin embargo, en mayo de 2010 se inició un nuevo episodio de crisis. Con el aumento de la inquietud en los mercados respecto a la sostenibilidad de las finanzas públicas en algunos países de la zona del euro, los mercados de renta fija de estos países comenzaron a presentar un comportamiento altamente disfuncional. Considerando el papel que desempeñan los mercados de deuda pública en el mecanismo de transmisión de la política

Gráfico 1 Tipos de interés del BCE y tipo de interés del euro a un día

(porcentajes; datos diarios)

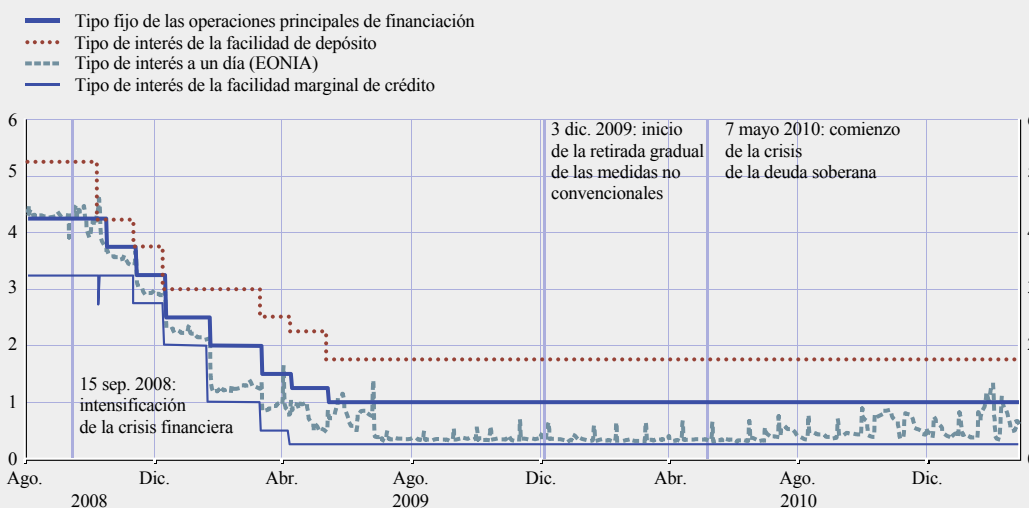
- Tipo mínimo de puja/tipo fijo de las operaciones principales de financiación
- Tipo de interés de la facilidad de depósito
- Tipo de interés a un día (EONIA)
- Tipo de interés de la facilidad marginal de crédito



Fuentes: BCE y Thomson Reuters.

Gráfico 2 Tipos de interés desde la intensificación de la crisis financiera

(porcentajes; datos diarios)



Fuentes: BCE y Thomson Reuters.

monetaria, el BCE puso en marcha el Programa para los Mercados de Valores y reintrodujo algunas de las medidas no convencionales que había eliminado en los meses anteriores (véase recuadro 1). El Programa, al igual que todas las otras medidas no convencionales

adoptadas desde octubre de 2008 durante el período de agudas tensiones en los mercados financieros, es por su diseño de carácter temporal y plenamente coherente con el mandato de mantener la estabilidad de precios a medio plazo.

Recuadro 1

MEDIDAS NO CONVENCIONALES ADOPTADAS EN 2010¹

Las medidas de política monetaria no convencionales adoptadas por el BCE han constituido una respuesta extraordinaria a unas circunstancias excepcionales. Estas medidas son, por su propio diseño, de carácter transitorio. De hecho, a comienzos de 2010, algunas de esas medidas que ya no resultaban necesarias fueron retiradas gradualmente, según había decidido el Consejo de Gobierno en diciembre de 2009, en vista de la mejora de la situación en los mercados financieros y de la evidencia de que el mecanismo de transmisión de la política monetaria estaba funcionando de nuevo con mayor normalidad. Concretamente, el Consejo de Gobierno decidió, en diciembre de 2009, que la operación de financiación a plazo más largo (OFPML) a doce meses correspondiente a ese mes sería la última que se ejecutaría con ese plazo de vencimiento, que solo se realizaría una OFPML a seis meses (en marzo de 2010) y que dejarían de realizarse OFPML complementarias a tres meses. Además, en coordinación con otros bancos centrales, el BCE dejó de realizar operaciones temporales de provisión de liquidez en divisas en febrero de 2010. Asimismo, en marzo de 2010 se decidió volver al procedimiento de subasta a tipo de

¹ Véase más información sobre la respuesta del BCE a la crisis financiera, desde el inicio de la crisis hasta primeros de septiembre de 2010, en el artículo titulado «La respuesta del BCE a la crisis financiera», *Boletín Mensual*, BCE, octubre de 2010.

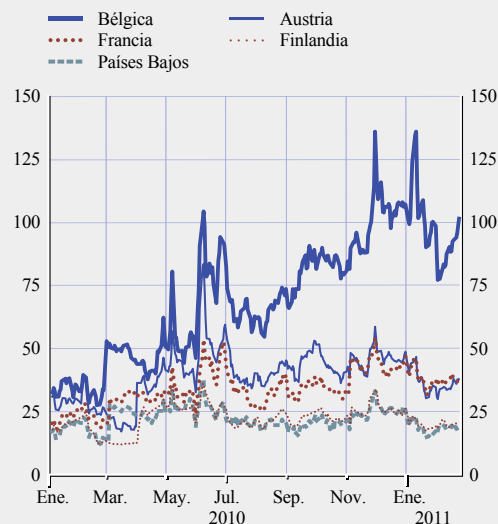
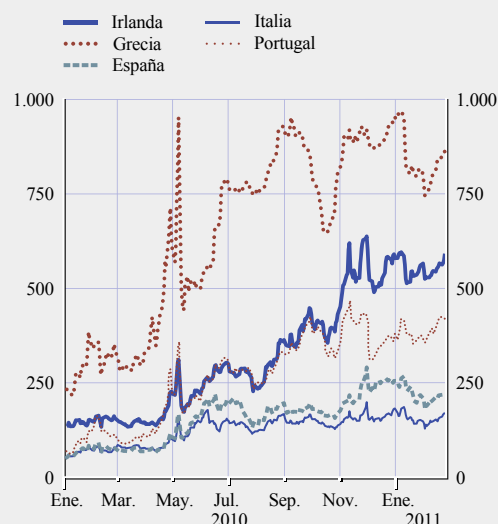
interés variable en las OFPML a tres meses. Por último, en junio de 2010, se concluyó el Programa de Adquisiciones de Bonos Garantizados, que se había iniciado en mayo de 2009 para un período de un año, después de que el Eurosistema adquiriera, según lo proyectado, bonos garantizados de la zona del euro denominados en euros por importe de 60 mm de euros. Al mismo tiempo, se mantuvieron operativos otros elementos de la política de apoyo reforzado al crédito adoptada por el BCE, como el uso del procedimiento de subasta a tipo de interés fijo con adjudicación plena en las operaciones principales de financiación.

En la primavera de 2010 reaparecieron las tensiones en determinados segmentos de los mercados financieros, en particular, en algunos mercados de deuda pública de la zona del euro. Los diferenciales de la deuda pública a diez años de algunos países de la zona con respecto a los bonos alemanes comenzaron a aumentar muy rápidamente (véase gráfico). Este aumento tuvo su origen, principalmente, en la mayor inquietud de los mercados respecto a la sostenibilidad de las finanzas públicas de algunos países de la zona del euro en vista del aumento creciente de los déficits públicos y de la deuda pública. La ampliación de los diferenciales se aceleró en abril y comienzos de mayo de 2010, alcanzando los días 6 y 7 de mayo niveles sin precedentes desde el inicio de la UEM². Todo ello condujo a los Gobiernos de la zona del euro a anunciar un conjunto de medidas de amplio alcance, incluida la creación, el 9 de mayo, de la Facilidad Europea de Estabilización Financiera.

En este contexto, el 10 de mayo de 2010, el Eurosistema anunció la puesta en marcha de su Programa para los Mercados de Valores. En el marco de este programa, el Eurosistema puede realizar intervenciones en los mercados de deuda pública y privada de la zona del euro a fin de asegurar la profundidad y la liquidez en los segmentos del mercado que muestren un comportamiento disfuncional y restablecer el adecuado funcionamiento del mecanismo de

Diferenciales de deuda pública en 2010 y principios de 2011

(puntos porcentuales)



Fuente: Thomson Reuters.

Notas: Los diferenciales reflejan el rendimiento de la deuda pública a diez años frente al rendimiento del bono alemán. No se dispone de datos comparables para los países de la zona del euro que no figuran en el gráfico.

2 Para más información, véase el recuadro titulado «Evolución de los mercados financieros a principios de mayo», *Boletín Mensual*, BCE, junio de 2010.

transmisión de la política monetaria. Los mercados de deuda pública desempeñan un papel esencial en el proceso de transmisión de dicha política a través de los siguientes canales:

- Los tipos de interés de la deuda pública suelen ser uno de los principales factores determinantes de los tipos de interés que las sociedades financieras y las sociedades no financieras tienen que pagar cuando emiten sus bonos y obligaciones («canal de precios»). Cuando los mercados de renta fija se ven afectados por fuertes perturbaciones, los tipos de interés a corto plazo del banco central ya no se trasladan en grado apropiado a los tipos de interés a más largo plazo relevantes para las decisiones de los hogares y las empresas ni, por lo tanto, a los precios.
- Los precios significativamente más bajos de la renta fija que implican los tipos de interés a más largo plazo mucho más altos como consecuencia de las perturbaciones en los mercados de renta fija causan notables pérdidas en las carteras de los sectores financiero y no financiero; ello reduciría la capacidad de las entidades de crédito para proporcionar préstamos a la economía («canal del balance»).
- La liquidez excepcionalmente baja de los mercados de deuda pública limitaría la utilización de bonos del Estado como garantía en las operaciones de financiación, dificultando, por ende, la provisión de préstamos por parte de las entidades de crédito («canal de liquidez»).

Así pues, la decisión de comenzar a intervenir en los mercados de renta fija se adoptó a fin de mantener la transmisión adecuada de la política monetaria a la economía real en la zona del euro, haciendo frente al mal funcionamiento de algunos segmentos de los mercados de valores. De conformidad con las disposiciones del Tratado, todas las compras de deuda pública por parte del Eurosistema se han limitado estrictamente a los mercados secundarios.

Tras las declaraciones de los Gobiernos de la zona del euro y del BCE el 9 y el 10 de mayo de 2010, las tensiones en los mercados financieros remitieron durante un breve período, tras el cual los diferenciales comenzaron a aumentar de nuevo en varios países durante el resto del año.

El aumento de liquidez generado por las adquisiciones de bonos realizadas en el marco del Programa para los Mercados de Valores se esteriliza totalmente mediante operaciones destinadas a reabsorber dicho aumento, ya que el objetivo del programa no es inyectar liquidez adicional al sistema bancario. El programa no afecta al nivel general de liquidez ni a los tipos de interés de mercado (en otras palabras, a la orientación de la política monetaria) y, por consiguiente, no presenta riesgos inflacionistas. A finales de 2010, el Eurosistema había realizado intervenciones en los mercados de bonos por importe de 73,5 mm de euros y había absorbido liquidez en el mercado monetario exactamente por el mismo importe.

Además de poner en marcha esta nueva medida no convencional, el 3 de mayo de 2010 el BCE suspendió la aplicación del umbral mínimo de calificación crediticia exigible para los activos de garantía respecto a los bonos emitidos o garantizados por el Gobierno griego, una vez concluido el programa conjunto de la UE y del FMI para Grecia. Asimismo, a principios de mayo reintrodujo algunas de las medidas no convencionales que habían sido retiradas con anterioridad, a fin de evitar la propagación de externalidades negativas de los mercados de deuda soberana nacionales a otros mercados financieros. Existía el riesgo de que el normal funcionamiento

de los mercados pudiera verse obstaculizado, especialmente el vínculo inicial del mecanismo de transmisión de la política monetaria entre el banco central y las entidades de crédito. A su vez, ello podría haber afectado seriamente a la capacidad de estas últimas, que son la principal fuente de financiación en la zona del euro, para proporcionar crédito a la economía real. Concretamente, el Eurosistema reintrodujo el procedimiento de subasta a tipo de interés fijo con adjudicación plena en las OFPML a tres meses ordinarias del período que se inició a finales de mayo y, en ese mismo mes, se realizó una nueva operación de financiación a seis meses con adjudicación plena. También se reanudaron los acuerdos de divisas de carácter temporal (líneas *swap*) con la Reserva Federal.

Habida cuenta de la persistencia de las tensiones en algunos segmentos del mercado de deuda pública y de la elevada incertidumbre, el Consejo de Gobierno decidió, en sus reuniones de septiembre y diciembre de 2010, que todas las operaciones de financiación a plazo más largo del Eurosistema que se adjudicaran en el último trimestre de 2010 y el primero de 2011 seguirían realizándose por el procedimiento de subasta a tipo de interés fijo con adjudicación plena. Los tipos de interés de estas OFPML se fijaron en la media de los tipos de interés aplicados en las operaciones principales de financiación realizadas a lo largo del plazo respectivo de cada una de las OFPML. Durante 2010, las operaciones principales de financiación se efectuaron a tipo fijo con adjudicación plena.

Tras la fuerte contracción experimentada en 2008-2009, la zona del euro comenzó a registrar de nuevo un crecimiento positivo a finales de 2009, que continuó en 2010. En el primer semestre de 2010, las tasas de crecimiento intertrimestral del PIB real fueron mejores de lo previsto, debido en parte al apoyo considerable de los estímulos fiscales y la política monetaria acomodaticia, así como al repunte de la actividad económica mundial. Conforme a las expectativas, el crecimiento económico se moderó ligeramente en el segundo semestre del año, mientras que el ritmo subyacente de la recuperación económica en la zona del euro continuó siendo positivo. En conjunto, el PIB real de la zona creció en torno a un 1,7% en 2010, tras una contracción del 4,1% en 2009.

Las presiones inflacionistas siguieron siendo moderadas en 2010, observándose cierta presión al alza a finales del año y a comienzos de 2011. La tasa media de inflación interanual se situó, en 2010, en el 1,6%. No obstante, ha de prestarse atención a la evolución mensual de las tasas interanuales. La inflación interanual, medida por el IAPC, aumentó gradualmente en 2010, desde un mínimo del 0,9% en febrero hasta el 2,2% en diciembre. Este incremento gradual reflejó, principalmente, la evolución de

los precios de las materias primas, impulsados por la recuperación económica mundial y por efectos de base. Las medidas de las expectativas de inflación a largo plazo basadas tanto en el comportamiento de los mercados como en las encuestas siguieron estando, en general, ancladas en niveles compatibles con el objetivo del Consejo de Gobierno de mantener las tasas de inflación por debajo del 2%, aunque cercanas a este nivel, en el medio plazo.

El ritmo de expansión monetaria en la zona del euro aumentó gradualmente en 2010. Sin embargo, el crecimiento del agregado M3 siguió siendo bajo, situándose en promedio en el 0,6% en 2010, lo que confirma la valoración de que el ritmo subyacente de expansión monetaria fue moderado y de que las presiones inflacionistas a medio plazo estuvieron contenidas. El análisis monetario que ha servido de base para analizar y evaluar la evolución monetaria y crediticia ha incorporado importantes mejoras a lo largo del tiempo y así se ha profundizado en la estrategia de política monetaria del BCE orientada al medio plazo¹.

¹ Para más información, véase el artículo titulado «Cómo mejorar el análisis monetario», *Boletín Mensual*, BCE, noviembre de 2010, y L. Papademos y J. Stark, *Enhancing monetary analysis*, BCE, octubre de 2010.

RECUPERACIÓN ECONOMICA GRADUAL Y RETIRADA DE ALGUNAS DE LAS MEDIDAS NO CONVENCIONALES

Examinando con más detalle las decisiones de política monetaria adoptadas en 2010, se observa que la información y los análisis disponibles a comienzos del año indicaban que ya se estaba produciendo una recuperación económica moderada en la zona del euro, respaldada en parte por factores transitorios y, además, que la recuperación probablemente sería desigual. Concretamente, las tasas de crecimiento económico y la inflación divergían ligeramente de unos países a otros, aunque en menor medida que en 2009. La divergencia tenía su origen, principalmente, en los procesos de reequilibrio que se estaban desarrollando en la zona del euro y que reflejaban los perfiles de crecimiento insostenibles observados en algunos países antes de la crisis.

Las previsiones y las proyecciones macroeconómicas para la zona del euro prácticamente no experimentaron variación en la primavera de 2010. Las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE correspondientes a marzo de 2010 indicaban que el crecimiento interanual del PIB real se situaría en un rango entre el 0,4% y el 1,2% en 2010 y entre el 0,5% y el 2,5% en 2011. Se esperaba que la evolución de los precios seguiría siendo moderada durante el período considerado y que la inflación, medida por el IAPC, se situaría entre el 0,8% y el 1,6% en 2010 y entre el 0,9% y el 2,1% en 2011.

Al confrontar los resultados del análisis económico con las señales del análisis monetario se siguió confirmando la valoración de que las presiones inflacionistas a medio plazo serían poco intensas. Las tasas de crecimiento de los agregados monetarios y crediticios continuaron siendo reducidas, aunque la tasa de crecimiento del dinero registró, en cierta medida, una caída mayor que la desaceleración efectiva del ritmo subyacente de expansión monetaria, por efecto de la pronunciada pendiente de la curva de rendimientos que dio lugar a desplazamientos fuera de M3.

A principios de 2010, el Consejo de Gobierno comenzó a retirar gradualmente medidas de estímulo de la liquidez que ya no eran tan necesarias como en el pasado, conforme a las decisiones adoptadas en diciembre de 2009. Concretamente, se redujo el número de operaciones de financiación a plazo más largo. Estas decisiones se tomaron en un contexto de mejora de las condiciones en los mercados financieros, incluido el mercado monetario, a lo largo de 2009. No obstante, el Eurosistema siguió proporcionando un apoyo de liquidez de carácter extraordinario al sistema bancario de la zona del euro, facilitando la provisión de crédito a la economía de la zona en un clima de persistente incertidumbre. Como resultado, el tipo de interés a un día se mantuvo en niveles próximos al de la facilidad de depósito, como venía ocurriendo desde la introducción del procedimiento de subasta a tipo de interés fijo con adjudicación plena en octubre de 2008. Anteriormente, el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación había determinado, en gran medida, los tipos de interés del mercado monetario a muy corto plazo.

LA CRISIS EN ALGUNOS MERCADOS DE DEUDA SOBERANA A PARTIR DE MAYO DE 2010

Los elevados déficits públicos, las ratios de deuda pública con respecto al PIB en rápido aumento y los pasivos contingentes crecientes asociados a las garantías otorgadas a entidades de crédito crearon las condiciones para que se reintensificara la crisis financiera. Hacia finales de 2009 y principios de 2010 ya se habían acumulado tensiones en los mercados, si bien culminaron a comienzos de mayo de 2010 cuando los diferenciales de la deuda soberana de algunos países de la zona del euro con respecto al bono alemán alcanzaron niveles nunca vistos desde la introducción del euro. Este fue, especialmente, el caso de la deuda pública griega, cuyos diferenciales de rendimiento se elevaron hasta niveles muy altos en comparación con el bono alemán utilizado como referencia, aunque también se vieron afectados los rendimientos de los bonos de algunos otros Gobiernos. En vista del papel que desempeñan los mercados de deuda pública en el mecanismo de transmisión

de la política monetaria a la economía y, en última instancia, a los precios, el BCE puso en marcha su Programa para los Mercados de Valores, que permite al Eurosistema comprar valores de renta fija públicos y privados.

La evolución macroeconómica en el primer semestre de 2010 fue más favorable de lo previsto, a pesar del impacto de la crisis de la deuda soberana. Esta evolución positiva dio lugar, en general, a notables revisiones al alza de las previsiones y las proyecciones macroeconómicas para la zona del euro publicadas más adelante en el año, incluidas las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema de junio de 2010. Al mismo tiempo, para el resto del año se preveían tasas de crecimiento algo menores, aunque con un dinamismo subyacente positivo. En las proyecciones de los expertos del BCE correspondientes a septiembre de 2010, se preveían tasas de crecimiento interanual del PIB real del 1,4% al 1,8% en 2010 y del 0,5% al 2,4% en 2011, lo que supuso una sustancial revisión al alza de las cifras de 2010 en comparación con las proyecciones de los expertos del Eurosistema de junio de ese año, cuyas proyecciones de crecimiento se situaban entre el 0,7% y el 1,3% para 2010.

La mejora de la situación macroeconómica vino acompañada de una evolución más favorable del crédito. En el otoño de 2010 se hizo cada vez más patente que, en los meses anteriores del año, la tasa de crecimiento interanual de los préstamos al sector privado había alcanzado ya un punto de inflexión. Aunque la tasa de crecimiento interanual de los préstamos a los hogares ya había llegado a ese punto en el tercer trimestre de 2009, en el caso de los préstamos a las sociedades no financieras, la tasa de crecimiento interanual no se tornó menos negativa hasta finales de 2010. Esta dinámica fue, en general, coherente con la respuesta retardada de la evolución de los préstamos a las sociedades financieras a la actividad económica durante el ciclo económico observada en ciclos anteriores.

El índice medio del tipo del euro a un día (EONIA), tras estabilizarse en términos

generales en el primer semestre de 2010, aumentó ligeramente en el segundo semestre del año, debido a una gradual reducción del exceso de liquidez. Dado que, durante este período, el BCE siguió proporcionando volúmenes ilimitados de liquidez a las IFM, previa presentación de activos de garantía admitidos, al tipo de interés fijo aplicado en las operaciones principales de financiación, la evolución del EONIA estuvo determinada por la demanda. Por consiguiente, esta evolución no se consideró una señal de endurecimiento de la política monetaria. Por el contrario, la reducción de la demanda de financiación del Eurosistema por parte de las entidades de crédito podría interpretarse más bien como una consecuencia del mayor acceso a la financiación de mercado, como la obtenida a través de valores bancarios y de préstamos interbancarios.

Hacia finales de 2010, las tensiones se intensificaron de nuevo en determinados mercados de renta fija, como consecuencia de la creciente preocupación por la sostenibilidad de las finanzas públicas en algunos países de la zona del euro, asociada, en parte, a la necesidad de asistencia financiera para los sistemas bancarios en dificultades, pero también, en cierta medida, indicativa de la incertidumbre imperante sobre diversos aspectos de los mecanismos de prevención y resolución de la crisis de deuda soberana en Europa. Una vez más, los rendimientos de la deuda pública de algunos países aumentaron de forma acusada. El deterioro de las condiciones de financiación de varias entidades de crédito que concurrió en este contexto hizo que se recurriera en mayor medida a la liquidez proporcionada por el Eurosistema.

Las tensiones en algunos segmentos de los mercados financieros y su posible contagio a la economía real de la zona del euro crearon riesgos a la baja adicionales para las perspectivas económicas presentadas en las proyecciones de los expertos del Eurosistema de diciembre de 2010, que prácticamente no mostraban variación con respecto a las presentadas para 2010 y 2011 por dichos expertos en septiembre de 2010. A juicio del Consejo de Gobierno, los riesgos para las

perspectivas económicas se inclinaban a la baja y la incertidumbre seguía siendo elevada. Además de las tensiones en los mercados financieros, los riesgos a la baja se asociaban a nuevos aumentos de los precios del petróleo y de otras materias primas, a las presiones proteccionistas y a una corrección desordenada de los desequilibrios mundiales. Por otro lado, el comercio mundial podría crecer más rápidamente de lo previsto, lo que favorecería a las exportaciones de la zona del euro. Al mismo tiempo, el nivel de confianza empresarial en la zona del euro seguía siendo relativamente elevado.

Por lo que respecta a la evolución de los precios, en las proyecciones de los expertos del Eurosistema de diciembre de 2010 se preveía que la inflación interanual, medida por el IAPC, se situara en un rango entre el 1,3% y el 2,3% en 2011. El Consejo de Gobierno estimaba que los riesgos para las perspectivas de estabilidad precios estaban, en general, equilibrados, si bien se preveían aumentos mayores de los precios en los meses siguientes. Los riesgos al alza tenían relación, en particular, con la evolución de los precios de las materias primas energéticas y no energéticas. Además, las subidas de los impuestos indirectos y de los precios administrados podrían ser mayores de lo previsto, debido a la necesidad de proceder a una consolidación fiscal en los próximos años.

En este contexto, el Consejo de Gobierno decidió, a comienzos de septiembre y de diciembre de 2010, seguir realizando las operaciones principales de financiación y las operaciones de financiación a plazo especial con vencimiento de un período de mantenimiento mediante subastas a tipo de interés fijo con adjudicación plena en el trimestre siguiente. De esta forma, las modalidades de estas operaciones de financiación continuaron siendo las mismas que las aplicadas en mayo de 2010. En estas mismas reuniones, el Consejo de Gobierno decidió realizar las operaciones de financiación a plazo más largo con vencimiento a tres meses que se adjudicaran en el último trimestre de 2010 y en el primero de 2011 aplicando procedimientos de subasta a tipo de interés fijo

con adjudicación plena. Los tipos de interés de estas operaciones se fijaron en la media de los tipos de las operaciones principales de financiación llevadas a cabo a lo largo del plazo de la respectiva OFPML.

A comienzos de 2011, las tasas de inflación continuaron aumentando, debido, principalmente, a la subida de los precios de las materias primas. En marzo de 2011, el Consejo de Gobierno llegó a la conclusión, basada en su análisis económico, de que los riesgos que se presentaban para las perspectivas de evolución de los precios eran al alza, mientras que el ritmo subyacente de expansión monetaria seguía siendo moderado. La dinámica subyacente de la actividad económica de la zona del euro continuaba siendo positiva, pero la incertidumbre seguía siendo elevada. Estaba justificada una fuerte vigilancia con el fin de contener los riesgos al alza para la estabilidad de precios. Se consideró esencial que el reciente aumento de la inflación no diera lugar a presiones inflacionistas generalizadas en el medio plazo, y el Consejo de Gobierno seguía estando preparado para actuar con firmeza y en el momento adecuado para asegurar que los riesgos al alza para la estabilidad de precios no se materializaran. Se consideró fundamental que las expectativas de inflación siguieran estando firmemente ancladas.

El Consejo de Gobierno también decidió continuar llevando a cabo las operaciones principales de financiación mediante procedimientos de subasta a tipo de interés fijo con adjudicación plena durante el tiempo que fuera necesario, y, al menos, hasta el 12 de julio de 2011. Este procedimiento también se siguió utilizando en el caso de las operaciones de financiación a plazo especial, que continuarían realizándose durante el tiempo que fuera necesario y, al menos, hasta el final del segundo trimestre de 2011. Además, el Consejo de Gobierno acordó seguir efectuando las operaciones de financiación a plazo más largo con vencimiento a tres meses que se adjudicaran en el segundo trimestre de 2011 mediante procedimientos de subasta a tipo de interés fijo con adjudicación plena.

2 EVOLUCIÓN MONETARIA, FINANCIERA Y ECONÓMICA

2.1 ENTORNO MACROECONÓMICO MUNDIAL

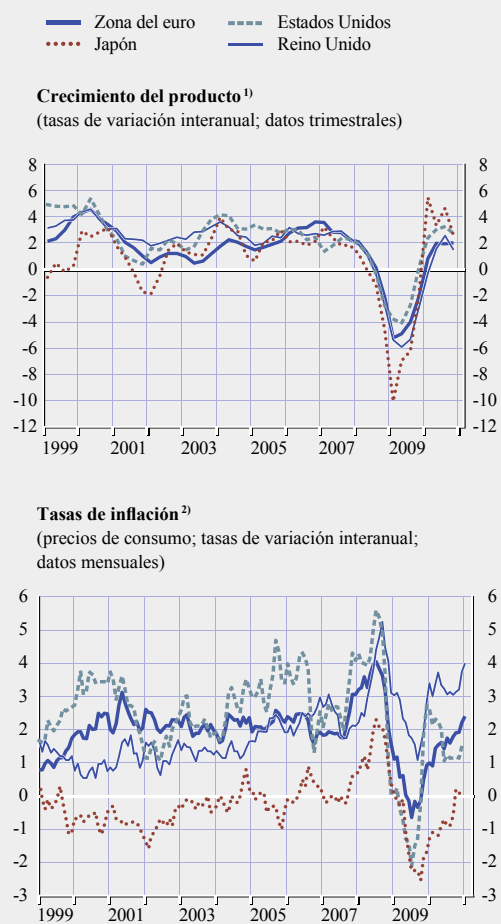
LA RECUPERACIÓN DE LA ECONOMÍA MUNDIAL CONTINUÓ EN 2010

En 2010, la actividad económica mundial continuó recuperándose de la grave recesión registrada durante la crisis financiera global. Especialmente en el primer semestre del año, el repunte económico se apoyó en las medidas de estímulo monetario y fiscal, en una cierta normalización de las condiciones de financiación a nivel mundial, y en las mejoras de la confianza empresarial y de los consumidores. Además, la recuperación económica mundial contó con el respaldo de un prolongado ciclo de existencias, ya que las empresas repusieron sus stocks en respuesta a unas perspectivas económicas globales más favorables. De hecho, la reposición de existencias contribuyó significativamente al crecimiento del PIB en las principales economías durante este período. Por consiguiente, el índice de directores de compras (PMI, en sus siglas en inglés) global sintético siguió recuperándose a principios de 2010 y alcanzó un máximo de 57,7 en abril, nivel superior a los niveles generales observados justo antes de la intensificación de la crisis económica mundial tras la quiebra de Lehman Brothers en septiembre de 2008. La mejora general de la situación económica y el repunte de la actividad, impulsado por el sector manufacturero, estuvieron acompañados de una fuerte recuperación del comercio mundial, como quedó reflejado por en las dinámicas tasas de crecimiento de las exportaciones y las importaciones, especialmente en el primer semestre del año. No obstante, el ritmo de la recuperación fue un tanto desigual en las distintas regiones. En las economías avanzadas, el repunte siguió siendo bastante débil. Al mismo tiempo, las economías emergentes, en particular las asiáticas, fueron a la cabeza de la recuperación mundial, llegando incluso a suscitar inquietudes respecto a un posible recalentamiento en varios países. Los indicadores de empleo mundiales también mejoraron gradualmente a lo largo del año, tras las pérdidas de empleo generalizadas que se produjeron en los dos años precedentes.

En el segundo semestre del año, la recuperación de la economía mundial perdió temporalmente

parte de su impulso con la desaparición del apoyo del ciclo de existencias y la retirada de las medidas de estímulo fiscal, pero pareció reconducirse hacia una trayectoria más autosostenida. Varios países anunciaron también medidas de ajuste para hacer frente a la precaria situación de las finanzas públicas. El proceso de ajuste de balances en varios sectores y la atonía de los mercados de trabajo, especialmente en las economías avanzadas, atenuaron aún más la recuperación de la economía mundial. Al mismo tiempo, el comercio mundial también experimentó una desaceleración en el

Gráfico 3 Indicadores económicos de 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.

segundo semestre de 2010, creciendo a un ritmo más lento que en los seis primeros meses del año. No obstante, la información disponible sugiere una nueva recuperación del ritmo de crecimiento a finales del año.

Pese a un gradual incremento de los precios de las materias primas –principalmente en el segundo semestre del año– las presiones inflacionistas siguieron siendo moderadas en 2010 en las economías avanzadas (véase el panel inferior del gráfico 3), con algunas notables excepciones como Reino Unido, debido al sólido anclaje de las expectativas de inflación y a los niveles de capacidad excedente de producción existentes. Esta situación representó un contraste con respecto a la observada en las dinámicas economías emergentes, en las que las presiones inflacionistas fueron más pronunciadas, debido en parte a la subida de los precios de las materias primas y al aumento de las restricciones de la capacidad productiva. En un clima de persistente inquietud respecto a la inflación como consecuencia del recalentamiento de la economía, varios bancos centrales de economías emergentes decidieron retirar algunas de las medidas excepcionales de estímulo de la liquidez adoptadas en respuesta a la crisis e imprimir una orientación más restrictiva a sus políticas monetarias. Según los últimos datos disponibles, la inflación interanual medida por los precios de consumo se redujo gradualmente en 2010 en los países de la OCDE desde un máximo de algo más del 2% en enero de 2010 hasta el 1,6% en agosto, para elevarse de nuevo hasta situarse en el 2,1% en diciembre. Esta dinámica también es coherente con la evolución del índice PMI para los precios de los bienes intermedios, que aumentó asimismo en el segundo semestre de 2010 y que en enero de 2011 alcanzó el nivel más alto registrado en casi dos años y medio. La subida de los precios de la energía y los alimentos contribuyó a este incremento. Excluidos la energía y los alimentos, la inflación interanual medida por los precios de consumo descendió en los países de la OCDE a lo largo del año, desde el 1,6% registrado a comienzos de 2010 hasta el 1,2% en diciembre.

ESTADOS UNIDOS

En Estados Unidos, la economía continuó recuperándose en 2010. El moderado repunte cíclico se vio potenciado por el considerable estímulo de las políticas macroeconómicas y por la mejora gradual de la situación financiera. El PIB real creció a una tasa del 2,8%, tras una contracción del 2,6% en 2009. La recuperación de la demanda interna privada fue lenta en términos históricos, como consecuencia del débil crecimiento del gasto en consumo. El consumo de los hogares siguió estando limitado por el elevado desempleo, los bajos niveles de confianza y los continuos esfuerzos por sanear el deterioro de los balances. Un importante factor determinante de la recuperación fue el fuerte repunte de la inversión empresarial en bienes de equipo y software, que estuvo respaldado por la mejora del acceso al crédito y por la sólida rentabilidad de las empresas tras las medidas de reducción de costes adoptadas durante la recesión. El crecimiento contó asimismo con el respaldo de factores transitorios como fueron las políticas públicas aprobadas para estimular la recuperación económica y la reposición de existencias. En términos netos, la contribución del comercio al crecimiento del PIB en 2010 fue negativa en la medida en que el repunte de las importaciones superó al registrado por las exportaciones. Tras la fuerte contracción experimentada durante la recesión, el déficit por cuenta corriente aumentó ligeramente con el inicio de la recuperación, situándose en promedio en un 3,3% del PIB en los tres primeros trimestres de 2010, frente al 2,7% de 2009. El sector de la vivienda no logró mejorar: tras un incipiente incremento en el primer semestre del año, la actividad y los precios del sector sufrieron un nuevo retroceso en el segundo semestre tras la expiración de algunas iniciativas de apoyo a la vivienda.

En el contexto de una tímida recuperación económica, la evolución de los precios continuó estando contenida, en la medida en que las presiones alcistas sobre los costes se vieron limitadas por la persistente atonía de los mercados de trabajo y de productos. La tasa de variación interanual del IPC correspondiente a

2010 repuntó hasta el 1,6%, desde el -0,4% del año anterior, como consecuencia del aumento de los costes de la energía. Excluidos la energía y los alimentos, la inflación medida por el IPC continuó reduciéndose y se situó, en promedio, en un 1% para el conjunto del año, frente al 1,7% de 2009.

El Comité de Operaciones de Mercado Abierto de la Reserva Federal (FOMC, en sus siglas en inglés) mantuvo sin cambios el objetivo fijado para el tipo de interés de los fondos federales en una banda del 0% al 0,25% a lo largo de 2010 y siguió previendo que la situación económica probablemente justificaría que dicho tipo de interés se mantuviera en niveles excepcionalmente bajos durante un período prolongado. Aunque las facilidades de provisión de liquidez especiales creadas para apoyar a los mercados durante la crisis se cerraron y las compras a gran escala de activos hipotecarios concluyeron a mediados de 2010, el FOMC decidió en agosto de 2010 mantener las tenencias de valores de la Reserva Federal en el nivel de entonces, reinvertiendo los pagos del principal de la deuda y de los valores con garantía hipotecaria de organismos en valores del Tesoro a más largo plazo. Asimismo, decidió continuar renovando las tenencias de la Reserva Federal de valores del Tesoro a medida que vencieran. Más adelante, en noviembre de 2010, el FOMC anunció su intención de realizar compras adicionales de valores del Tesoro a más largo plazo, por un importe de 600 mm de dólares estadounidenses antes de finales del segundo semestre de 2011, con el objeto de promover una recuperación económica más sólida.

Por lo que respecta a la política fiscal, el déficit del presupuesto federal se redujo ligeramente hasta el 8,9% del PIB en el ejercicio fiscal 2010 –que concluyó en septiembre de 2010– en comparación con el 10% del año anterior. Ello dio lugar a un aumento de la deuda federal en manos del público, hasta el 62% a finales del ejercicio fiscal 2010, desde el 53% registrado en el ejercicio anterior. En un contexto de elevados déficits, de aumento de la deuda federal y de aprobación de nuevas medidas de estímulo fiscal

a corto plazo (por importe total de 858 mm de euros), se publicó, en diciembre de 2010, un informe de la Comisión Fiscal de la Presidencia, que incluía propuestas concretas sobre cómo hacer frente a los problemas fiscales a medio plazo y lograr la sostenibilidad de las finanzas públicas a largo plazo.

CANADÁ

En Canadá, la actividad económica repuntó con rapidez a comienzos de 2010, tras haber salido de la recesión a mediados de 2009, con el respaldo de una sólida demanda interna, de medidas de estímulo macroeconómico y de un aumento de las exportaciones. Sin embargo, para el tercer trimestre de 2010, la recuperación había perdido impulso debido a una desaceleración de la actividad en la construcción, al que se sumó la contribución negativa de la demanda exterior neta al crecimiento. La situación del mercado de trabajo fue relativamente favorable, en la medida en que siguió mejorando gradualmente en paralelo con la evolución de la recuperación económica. No obstante, pese a haberse reducido hasta el 7,6% en diciembre de 2010 (el nivel más bajo observado desde enero de 2009), la tasa de paro se mantuvo todavía muy por encima de los niveles anteriores a la recesión. La actividad económica continuó viéndose favorecida por un entorno de bajos tipos de interés (a pesar de que el Banco de Canadá tomó medidas para imprimir una orientación más restrictiva a la política monetaria desde mediados de 2010), por unas condiciones estables en el mercado financiero y por un sistema bancario resistente, que han permitido que siga fluyendo el crédito a las empresas y a los hogares. Por lo que respecta a la evolución de los precios, tanto la inflación general como la subyacente, ambas medidas por el IPC, se mantuvieron dentro de los límites establecido como objetivo por el banco central, es decir en una banda del 1% al 3%. La inflación interanual medida por el IPC mostró una tendencia al alza en el segundo semestre de 2010 y se situó en el 2,4% en diciembre, debido al impacto de la subida de los precios de la energía y los alimentos, mientras que la inflación subyacente fue del 1,5% en diciembre, tras la suave desaceleración registrada a lo largo del año.

JAPÓN

En Japón continuó la recuperación económica durante los tres primeros trimestres de 2010, respaldada por la adopción de una política monetaria acomodaticia y un estímulo fiscal considerable. A la mejora de la situación económica en Japón también contribuyó la solidez de la demanda mundial, en particular de las economías emergentes de Asia, especialmente durante el primer semestre de 2010. En el segundo semestre del año se redujo la contribución del sector exterior, debido a la moderación del crecimiento del comercio mundial, mientras que el gasto interno siguió siendo firme. No obstante, hacia finales del año, como resultado de la volatilidad del gasto interno tras la retirada de las medidas de estímulo aplicadas por el Gobierno, la recuperación económica perdió impulso, lo que se tradujo en un deterioro del clima empresarial. La situación del mercado de trabajo mejoró algo durante 2010, aunque la tasa de paro siguió siendo bastante elevada en términos históricos.

Por lo que respecta a la evolución de los precios, los precios de consumo se redujeron, en tasa interanual, durante la mayor parte de 2010, debido al nivel considerable de capacidad ociosa de la economía. En octubre, sin embargo, la inflación interanual medida por el IPC registró cifras positivas por primera vez en casi dos años, impulsada en parte por un aumento del impuestos sobre los cigarrillos y por la subida de los precios de las materias primas, mientras que, si se excluyen la energía y los alimentos, la inflación interanual, medida por el IPC, aunque moderándose, continuó su tendencia deflacionista.

Durante todo el año 2010, el Banco de Japón mantuvo una política monetaria acomodaticia a fin de estimular la economía y hacer frente a la inflación; a tal efecto, redujo el tipo de interés de los préstamos a un día sin garantía hasta una banda del 0% al 0,1% en octubre de 2010 y adoptó otras medidas, como la creación de un nuevo programa de compra de activos y la prórroga de las operaciones de provisión de fondos a tipo

de interés fijo. El 15 de septiembre de 2010, las autoridades japonesas intervinieron en el mercado de divisas, por primera vez desde marzo de 2004, para frenar la apreciación del yen.

ECONOMÍAS EMERGENTES DE ASIA

La capacidad de resistencia de las economías emergentes de Asia frente a la crisis económica y financiera mundial quedó demostrada con los excelentes resultados económicos de la región en 2010, que registró, en conjunto, una tasa de crecimiento del PIB del 9,1%. Aunque las políticas monetarias y fiscales de estímulo fueron retiradas gradualmente y la contribución de la demanda exterior neta se redujo en el segundo semestre del año, la demanda privada interna y, sobre todo, la inversión bruta en capital fijo, tomaron el relevo como principales factores determinantes del crecimiento económico, especialmente en India e Indonesia. En general, los resultados económicos siguieron siendo robustos en el segundo semestre de 2010, aunque el ritmo de la expansión se ralentizó ligeramente en comparación con los seis meses anteriores.

Tras registrarse tasas de inflación de los precios de consumo muy bajas en 2009, las presiones inflacionistas se intensificaron de forma acusada en 2010. La inflación interanual, medida por el IPC, de la región se situó en el 5% en diciembre de 2010, principalmente como consecuencia de la subida de los precios de los alimentos y las materias primas. La mayoría de los bancos centrales de la región comenzaron a endurecer su política monetaria en el segundo semestre de 2010, reduciendo los estímulos monetarios introducidos el año anterior. Dados los buenos resultados macroeconómicos de las economías emergentes de Asia y la disminución de la aversión al riesgo entre los inversores internacionales, la región experimentó también un fuerte repunte de las entradas de capital. Varios países intervinieron en los mercados de divisas para frenar las consiguientes presiones apreciatorias de sus monedas e introdujeron, además, controles de capital y medidas macroprudenciales.

En China, el crecimiento del PIB real registró una aceleración hasta el 10,3% en 2010, desde el 9,2% observado en 2009. El dinámico comportamiento de la economía reflejó las crecientes contribuciones de la inversión privada y de la demanda exterior neta, que compensaron el impacto negativo de la gradual retirada de las políticas de estímulo. No obstante, en 2010 se redujo la contribución relativa del consumo al crecimiento y aumentó el superávit por cuenta corriente en términos nominales, lo que demuestra la persistencia de desequilibrios internos y externos. Las presiones inflacionistas se intensificaron durante el año, alcanzando la inflación medida por el IPC una tasa interanual del 4,6%, en diciembre, debido, principalmente, al alza de los precios de los alimentos. Las presiones sobre los precios de la propiedad inmobiliaria volvieron a hacer su aparición en un contexto de holgada liquidez, de relajación de las condiciones de concesión de crédito y de tipos de interés reales negativos sobre los depósitos. Las autoridades reaccionaron endureciendo su política monetaria en el segundo semestre del año. Entre otras cosas, ello se tradujo en la imposición de límites cuantitativos más estrictos al crédito y en subidas de los tipos de interés de los préstamos y de los depósitos. El aumento de las entradas de capital, especialmente en el último trimestre de 2010, propició un rápido incremento de las reservas de divisas, que ascendían a 2,85 billones de dólares estadounidenses a finales de 2010. El 19 de junio de 2010, China reinstauró un régimen cambiario más flexible para el renminbi, que se apreció un 3,6% frente al dólar estadounidense y un 4,7% en términos efectivos reales (deflactado por el IPC) en 2010.

AMÉRICA LATINA

En América Latina, la actividad económica siguió recuperándose rápidamente en 2010. El crecimiento del PIB fue especialmente vigoroso en el primer semestre del año, debido al dinamismo de la demanda interna, que compensó con creces la contribución negativa de la demanda exterior neta (alrededor de tres puntos porcentuales en el tercer trimestre). Posteriormente, el ritmo de crecimiento se

ralentizó ligeramente con la retirada de las políticas de estímulo y la desaceleración de la demanda externa. En tasa interanual, el PIB real de la región en su conjunto creció un 6%, en promedio, en los tres primeros trimestres de 2010. La formación bruta de capital fijo, incluida la acumulación de existencias, y el consumo privado fueron los principales factores determinantes del crecimiento económico en la región. La inversión se vio estimulada por la mejora de las perspectivas de crecimiento, la subida de los precios de las materias primas, la caída de los tipos de interés reales y la mayor disponibilidad de financiación que, en algunos países, se vio reforzada por los préstamos de bancos del sector público. El crecimiento del consumo privado se mantuvo gracias a una rápida recuperación de la confianza, así como del empleo y de los salarios reales.

A principios de 2010, pese a las considerables diferencias observadas entre unos y otros, en la mayoría de los países con estrategias de objetivos de inflación se produjo una aproximación notable de las tasas de inflación hacia su valor objetivo. No obstante, en un contexto de fuerte crecimiento de la actividad económica y de aumento de los precios de las materias primas, las presiones inflacionistas comenzaron a intensificarse más adelante y algunos países empezaron a retirar parte de las medidas monetarias de estímulo desplegadas durante la crisis. A partir de abril, varios bancos centrales de la región iniciaron un ciclo de subidas de los tipos de interés oficiales. A medida que siguió mejorando la situación financiera y se recuperó el apetito por el riesgo, se redujeron los diferenciales de los seguros de riesgo de crédito (CDS, en sus siglas en inglés) de la deuda soberana latinoamericana, aumentaron significativamente las cotizaciones bursátiles y se produjo un retorno de los flujos financieros, lo que se tradujo en apreciaciones de las respectivas monedas. A finales de 2010, habida cuenta de que la subida de los tipos de interés amenazaba con estimular una fuerte afluencia de capital y debido a la incertidumbre respecto a la evolución económica a escala mundial, el proceso de endurecimiento de los

tipos de interés oficiales se interrumpió en algunos países y se adoptaron varias medidas para frenar la entrada masiva de capital (por ejemplo, acumulación de reservas, políticas macroprudenciales, controles de capital).

LOS PRECIOS DE LAS MATERIAS PRIMAS AUMENTARON EN 2010

Tras haberse mantenido, en general, estables en un clima de cierta volatilidad, en el primer semestre de 2010, los precios del petróleo comenzaron a aumentar de forma sostenida en agosto, situándose el precio del barril de Brent en 113 dólares estadounidenses el 25 de febrero de 2011, frente a los 78 dólares estadounidenses de principios de 2010. En dólares estadounidenses, el nivel alcanzado a finales de febrero de 2011 era bastante similar al registrado en mayo de 2008. Para el conjunto del año 2010, el precio medio del barril de Brent fue de 80 dólares estadounidenses, es decir, un 29% más alto que la media del año anterior.

Las subidas de los precios del petróleo se produjeron en el contexto de un repunte de la demanda mundial de crudo, que se fortaleció a lo largo del año, y que estuvo respaldada por la recuperación de la economía mundial, así como por las condiciones meteorológicas imperantes en el hemisferio norte en el segundo semestre del año. Este aumento de la demanda también dio lugar a una reevaluación de las perspectivas de demanda, que parecían mucho más robustas que un año antes y sugería que podrían aparecer tensiones en el mercado en el futuro. Un indicio a este respecto fue la serie de repetidas revisiones al alza de las proyecciones de demanda por parte de la Agencia Internacional de la Energía, tanto para las economías emergentes como para las desarrolladas. Por el lado de la oferta, la producción de América del Norte y de los países de la antigua Unión Soviética resultó ser mayor de lo previsto, pero, por otra parte, la OPEP decidió no elevar sus cuotas de producción en 2010, a pesar de la holgada capacidad productiva sin utilizar. En un entorno de auge de la demanda, ello dio lugar a una notable reducción de las existencias de la OCDE que, no

obstante, se mantuvieron en niveles elevados en términos históricos. En los dos primeros meses de 2011, los acontecimientos geopolíticos en el Norte de África y en Oriente Medio añadieron nuevas tensiones al mercado por el lado de la oferta, acelerando el incremento de precios.

Los precios de las materias primas no energéticas también se incrementaron en 2010 (véase gráfico 4), en contexto de fuerte demanda por parte de las economías emergentes y de restricciones de la oferta. Los precios de los metales —en particular el cobre, el níquel y el estaño— registraron aumentos significativos, que asimismo se vieron favorecidos por el auge de las importaciones de las economías emergentes. Como consecuencia de las restricciones de la oferta, también se incrementaron los precios de los alimentos, impulsados especialmente por el maíz, el azúcar y el trigo. En cifras agregadas, los precios de las materias primas no energéticas (denominados en dólares estadounidenses) se situaban hacia finales de febrero de 2011 alrededor de un 36% por encima del nivel de comienzos de 2010.

Gráfico 4 Evolución de los precios de las materias primas



Fuentes: Bloomberg y Hamburg Institute of International Economics.

2.2 EVOLUCIÓN MONETARIA Y FINANCIERA

EL CRECIMIENTO MONETARIO MOSTRÓ SEÑALES DE TÍMIDA RECUPERACIÓN

La tasa de crecimiento interanual de M3 pasó a ser positiva en 2010, y en diciembre se situó en el 1,7%, en comparación con el -0,3% registrado a finales de 2009. Esta evolución implica una recuperación de la dinámica monetaria, aunque la incertidumbre en torno a su fortaleza aumentó hacia finales de 2010, ya que el crecimiento se vio afectado por determinados factores especiales (transferencias de activos a los llamados «bancos malos»² y cesiones temporales resultantes de operaciones interbancarias realizadas a través de entidades de contrapartida central). En general, en 2010, la evolución monetaria estuvo determinada, en gran medida, por tres factores económicos: el impacto alcista del repunte de la actividad económica y de la disminución del efecto a la baja asociado a la curva de rendimientos (sin nuevos desplazamientos de fondos a gran escala desde instrumentos incluidos en M3 hacia activos financieros fuera de este agregado monetario) y la incidencia a la baja del efecto amortiguador originado por la reversión de la liquidez monetaria que se había acumulado anteriormente. En cuanto a las contrapartidas, la tasa de crecimiento interanual de los préstamos concedidos por las IFM al sector privado aumentó en 2010 y en diciembre fue del 1,9%, desde el -0,2% registrado a finales del año anterior (véase gráfico 5). El carácter contenido de la expansión de los préstamos al citado sector reflejó la estabilización de la tasa de crecimiento interanual de los préstamos concedidos a los hogares y un ligero fortalecimiento de la tasa de crecimiento interanual de los préstamos otorgados a las sociedades no financieras. Estos aumentos prácticamente paralelos del crecimiento de M3 y de los préstamos significan que la disminución del crecimiento monetario subyacente, que recoge las tendencias en los datos monetarios que proporcionan las señales relevantes en lo que respecta a los riesgos para la estabilidad de precios, se redujo en 2010 y dio paso a una recuperación moderada.

Gráfico 5 M3 y préstamos al sector privado

(tasas de variación interanual; datos desestacionalizados y ajustados de efecto calendario)



Fuente: BCE.

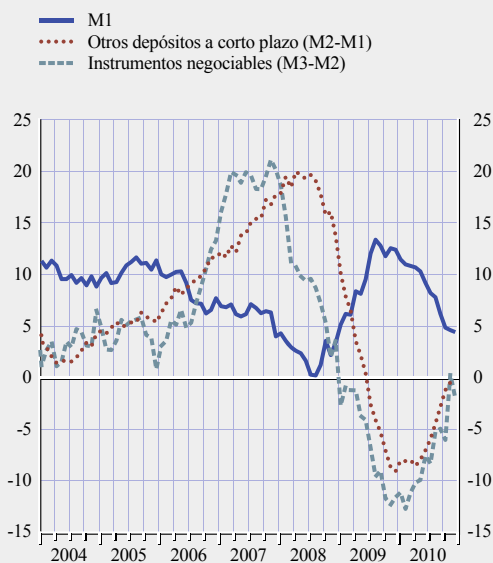
EL IMPACTO DE LA ACUSADA PENDIENTE DE LA CURVA DE RENDIMIENTOS SE DEBILITÓ

La configuración de los tipos de interés afectó no solo a los desplazamientos de activos incluidos en M3 hacia otros activos no incluidos en este agregado monetario, sino también a desplazamientos dentro de M3. El aumento gradual de la tasa de crecimiento interanual de M3 ocultó tendencias considerablemente divergentes de las tasas de crecimiento interanual de sus componentes (véase gráfico 6). La tasa de crecimiento interanual de M1 se redujo de manera significativa en 2010, pero se mantuvo en niveles sustancialmente positivos (el 4,4% en diciembre), mientras que la de los instrumentos negociables y los depósitos a corto plazo distintos de los depósitos a la vista (es decir, M3 menos M1) pasó a ser bastante menos negativa (el -1,5% en diciembre). En consecuencia, la brecha entre estas tasas se estrechó sustancialmente, y en diciembre se situó en 6,1 puntos porcentuales, lo que representa

² En su sentido más amplio, los llamados «bancos malos» son estructuras especializadas creadas y respaldadas por los Gobiernos para facilitar la retirada del balance de las entidades de crédito de activos expuestos a perder valor o que son difíciles de valorar.

Gráfico 6 Principales componentes de M3

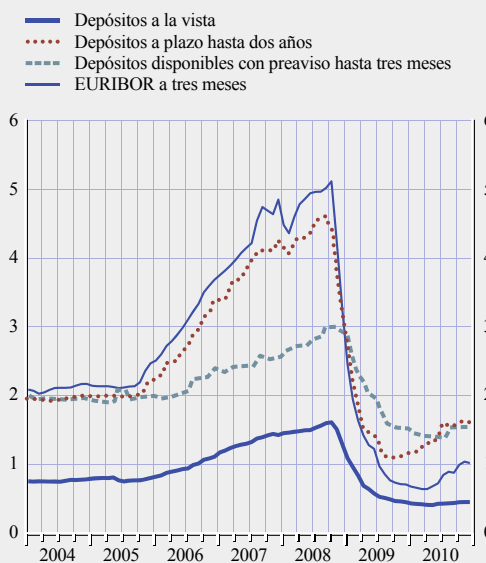
(tasas de variación interanual; datos desestacionalizados y ajustados de efecto calendario)



Fuente: BCE.

Gráfico 7 Tipos de interés aplicados por las IFM a los depósitos a corto plazo y tipo de interés del mercado monetario

(porcentajes)



Fuente: BCE.

un descenso con respecto a los 22 puntos porcentuales de finales de 2009. Esta disminución reflejó, en gran medida, la evolución de los tipos de interés (véase gráfico 7). El tipo de interés de los depósitos a la vista se mantuvo estable, en líneas generales, en 2010, mientras que la remuneración de los depósitos a plazo hasta dos años se incrementó notablemente y la de los depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses registró un ligero aumento. En consecuencia, el coste de oportunidad de mantener los depósitos más líquidos incluidos en M3 se incrementó, reduciendo la recomposición de M3 hacia estos depósitos. El impacto de la acusada pendiente de la curva de rendimientos disminuyó en 2010, interrumpiendo los desplazamientos a gran escala hacia activos financieros no incluidos en M3, que habían partido principalmente de los instrumentos negociables y de los depósitos a corto plazo distintos de los depósitos a la vista. En consecuencia, las tasas de crecimiento interanual de estos activos pasaron a ser menos negativas. La tasa de avance interanual de los instrumentos negociables también se vio

favorecida por el aumento de las cesiones temporales, especialmente hacia el final del año, que, en gran parte, fueron reflejo de operaciones interbancarias a través de entidades de contrapartida central (que se clasifican como intermediarios financieros no monetarios distintos de las empresas de seguros y los fondos de pensiones «OIF»).

LA TRAYECTORIA DE LAS TENENCIAS MONETARIAS SECTORIALES CONTINUÓ SIENDO DIVERGENTE

La mayor agregación de componentes de M3 para la que se dispone de información sectorial es la formada por los depósitos a corto plazo y las cesiones temporales (en lo sucesivo, «depósitos de M3»). El cambio de sentido observado en la tasa de crecimiento interanual de M3 en 2010 se debió, en gran medida, a una contribución especialmente notable de los OIF, ya que la tasa de crecimiento interanual de sus tenencias de depósitos de M3 aumentó considerablemente y se situó en el 10,8% en diciembre, en comparación con el -3,1% de finales de 2009. Este incremento reflejó principalmente una fuerte actividad en el mercado de operaciones

interbancarias de cesión temporal en el segundo y en el cuarto trimestre, así como la expansión cada vez más pronunciada de las entradas en los depósitos a la vista en los tres primeros trimestres del año.

En contraposición a los OIF, la tasa de crecimiento interanual de los depósitos de M3 en poder de los hogares se redujo levemente y se situó en el 1,9% en diciembre, desde el 2% de finales de 2009 (véase gráfico 8). Este descenso ocultó una disminución de la tasa en el primer semestre de 2010 y una recuperación en el segundo semestre. La trayectoria de las tenencias de instrumentos incluidos en M3 por parte de los hogares en 2010 reflejó, en gran parte, la evolución de los tipos de interés. La caída de la tasa de crecimiento interanual en el primer semestre de 2010 se debió a la moderación de los flujos hacia los depósitos a la vista a medida que se redujo el impacto de la acusada pendiente de la curva de rendimientos. La leve recuperación observada en la segunda mitad del año fue resultado de un considerable descenso de los flujos de salida de depósitos a plazo hasta dos años cuando se estrechó

el diferencial entre la remuneración de estos depósitos y la de los depósitos de ahorro a corto plazo y otros depósitos no incluidos en M3.

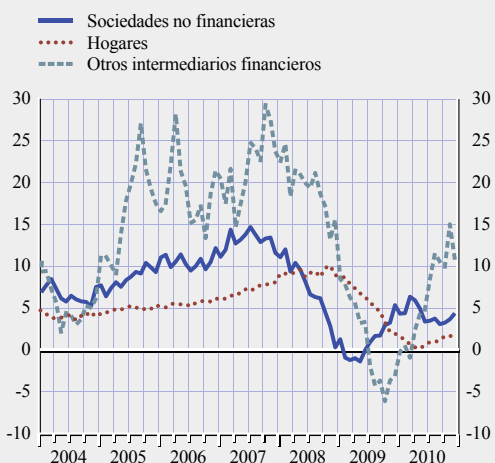
La tasa de crecimiento interanual de los depósitos de M3 mantenidos por las sociedades no financieras también experimentó un descenso en 2010. Dicha tasa mostró cierta volatilidad en el primer semestre, aunque en general disminuyó, antes de aumentar, si bien sólo ligeramente, en el segundo semestre, y en diciembre se situó en el 4,4%, desde el 5,4% de diciembre de 2009. La evolución de las tenencias de M3 por parte de este sector reflejó el repunte de la actividad económica, y también puede haber estado relacionada con la evolución de los préstamos, ya que es posible que las empresas hayan utilizado sus depósitos para reducir el endeudamiento o como sustitutos del crédito bancario en la primera mitad del año. Los flujos positivos de préstamos registrados en el segundo semestre pueden haber permitido a las empresas reconstituir sus reservas de liquidez hacia finales de año.

EL CRÉDITO AL SECTOR PRIVADO AUMENTÓ SU CRECIMIENTO LIGERAMENTE

En cuanto a las contrapartidas de M3, la tasa de crecimiento interanual del crédito concedido por las IFM a residentes en la zona del euro experimentó un ligero aumento en 2010, y en diciembre se situó en el 3,4%, desde el 2,5% de diciembre de 2009 (véase gráfico 9). Este incremento, que principalmente se produjo en el segundo semestre del año, se debió fundamentalmente a la leve recuperación del crecimiento interanual del crédito al sector privado. La tasa de crecimiento interanual del crédito a las Administraciones Públicas acabó el año en un nivel casi igual al registrado a finales de 2009, aunque descendió durante la mayor parte de 2010. Esa disminución se debió a las menores adquisiciones de valores públicos por parte de las IFM, habida cuenta de que la pendiente de la curva de rendimientos no siguió aumentando y de las tensiones que se produjeron en los mercados. Esta tendencia se invirtió en el cuarto trimestre del año, cuando el crédito al sector público aumentó de manera acusada

Gráfico 8 Depósitos por sectores

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

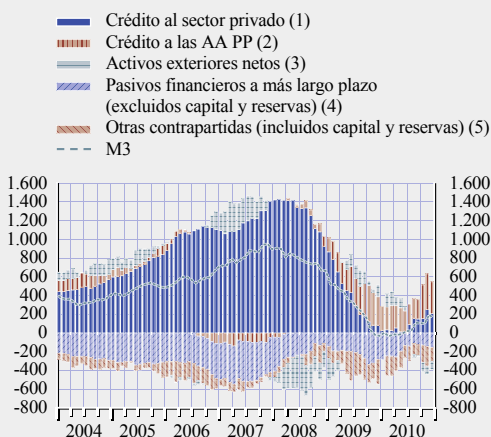


Fuente: BCE.

Nota: El sector informador comprende las IFM, excluido el Eurosistema.

Gráfico 9 Contrapartidas de M3

(flujos interanuales; mm de euros; datos desestacionalizados y ajustados de efecto 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.

como consecuencia de las transferencias de activos de las IFM a «bancos malos»³.

La ligera recuperación del crédito al sector privado se debió principalmente al lento pero constante fortalecimiento de la tasa de crecimiento interanual de los préstamos. En cambio, la tasa de crecimiento interanual de las tenencias de valores distintos de acciones del sector privado por parte de las IFM siguió disminuyendo en el primer semestre de 2010, como consecuencia del descenso de las operaciones de titulización. Estas operaciones se recuperaron ligeramente en la segunda mitad del año, debido, en parte, a las transferencias de activos entre IFM y «bancos malos», contribuyendo con ello a la estabilización de las tenencias de las IFM de valores distintos de acciones del sector privado.

La tasa de crecimiento interanual de los préstamos concedidos por las IFM al sector privado, el principal componente del crédito a este sector, aumentó gradualmente desde la tasa ligeramente negativa de finales de 2009 hasta situarse en el 1,9% en diciembre de 2010

(véase gráfico 5). Esta trayectoria sería acorde con la modesta recuperación observada en la demanda de préstamos, y también se vería respaldada por la evidencia disponible sobre la evolución de los criterios aplicados para la aprobación de préstamos. A este respecto, la Encuesta sobre Préstamos Bancarios de la zona del euro indica que las influencias por el lado de la oferta disminuyeron durante el año. Dado el bajo nivel de operaciones de titulización, la diferencia entre la tasa de crecimiento interanual de los préstamos al sector privado y la tasa de crecimiento ajustada por la baja de los préstamos del balance de las IFM fue reducida en 2010.

A nivel sectorial, la recuperación del crecimiento interanual de los préstamos al sector privado es básicamente atribuible a los préstamos concedidos al sector privado no financiero, es decir, los hogares y las sociedades no financieras. En diciembre de 2010, la tasa de crecimiento interanual de los préstamos a los hogares se situó en el 2,9% (desde el 1,3% de finales de 2009), en comparación con el -0,2% observado en el caso de los préstamos a las sociedades no financieras (frente al -2,2% de diciembre de 2009). La tasa de crecimiento interanual de los préstamos a los OIF se incrementó paulatinamente en el segundo semestre del año, si bien esta evolución tuvo su origen, fundamentalmente, en el aumento de las operaciones interbancarias de cesión temporal realizadas a través de entidades de contrapartida central, que se tradujo en un incremento proporcional de los préstamos otorgados por las IFM a estos intermediarios financieros.

La recuperación observada en el crecimiento de los préstamos al sector privado en la primera mitad del año tuvo su origen, fundamentalmente, en la evolución de los préstamos a hogares, que estuvo impulsada casi en su totalidad por el repunte de los préstamos para adquisición de vivienda, y que coincidió con una mejora de la tasa de crecimiento interanual de los precios de los inmuebles residenciales en la zona del euro.

³ Para más detalles, véase el recuadro titulado «Reevaluación del impacto de las transferencias de activos a los "bancos malos" sobre el crédito de las IFM al sector privado de la zona del euro», *Boletín Mensual*, BCE, enero de 2011.

El hecho de que la recuperación de los préstamos al sector privado no financiero continuara en el segundo semestre se debió principalmente al cambio de sentido del crecimiento interanual de los préstamos a las sociedades no financieras (aunque la tasa de crecimiento permaneció en niveles negativos). Si los datos se ajustan por la baja de préstamos de los balances de las IFM, que en su mayor parte fueron reflejo de transferencias a «bancos malos», la tasa de crecimiento interanual de los préstamos a las sociedades no financieras habría pasado a ser positiva en 2010.

En general, la evolución de los préstamos al sector privado no financiero en 2010 siguió siendo acorde con regularidades del ciclo económico. El punto de giro en el crecimiento de los préstamos a los hogares suele producirse en una fase temprana del ciclo económico, mientras que el de los préstamos a las sociedades no financieras tiende a presentar un retardo. Los datos trimestrales de crecimiento interanual de los préstamos a las sociedades no financieras indican que su punto de giro tuvo lugar en el segundo trimestre de 2010, mientras en los préstamos a los hogares se produjo un año antes. En consonancia con

episodios anteriores, es probable que la mejora registrada en los préstamos a las sociedades no financieras en 2010 esté relacionada con el crecimiento de la inversión empresarial y de las necesidades de gasto en un contexto de unas expectativas de negocio más favorables y de repunte de la actividad económica. También puede obedecer a cambios en el atractivo relativo de la financiación en los mercados, ya que el rendimiento de los valores de renta fija privada se ha visto afectado, en parte, por el aumento de los rendimientos asociado a la crisis de la deuda soberana. Al mismo tiempo, la evolución de los préstamos en los países de la zona del euro fue dispar, posiblemente como reflejo de una recuperación económica desigual en los distintos países y sectores económicos de la zona, así como de las diferencias en la medida en que los sectores individuales necesitan y pueden recurrir a los préstamos bancarios, en lugar de financiarse mediante fondos internos o en los mercados (véase el recuadro 2, en el que se presenta una comparación de la evolución reciente de las tasas de crecimiento interanual de los préstamos al sector privado no financiero y de sus principales componentes con su comportamiento durante dos episodios anteriores de declive y recuperación económica).

Recuadro 2

COMPARACIÓN DE LA EVOLUCIÓN RECIENTE DE LOS PRÉSTAMOS DE IFM AL SECTOR PRIVADO NO FINANCIERO CON EPISODIOS ANTERIORES DE DECLIVE Y RECUPERACIÓN ECONÓMICA

La magnitud y las características de la desaceleración económica que siguió a la crisis financiera hacían probable que la evolución de los préstamos concedidos por las IFM fuera excepcional. En este contexto, en este recuadro se compara la evolución reciente de la tasa de crecimiento interanual de los préstamos al sector privado no financiero y de sus componentes con su comportamiento en dos episodios anteriores de declive y de recuperación económica, uno a principios de los años noventa y otro a comienzos de la década de 2000. Para una mejor comparación, el recuadro se centra en los préstamos otorgados por las IFM en términos reales (utilizando el deflactor del PIB).

Evolución de los préstamos concedidos al sector privado no financiero

La tasa de crecimiento interanual de los préstamos en términos reales al sector privado no financiero cayó unos 9 puntos porcentuales (desde el máximo hasta el mínimo cíclico) durante la

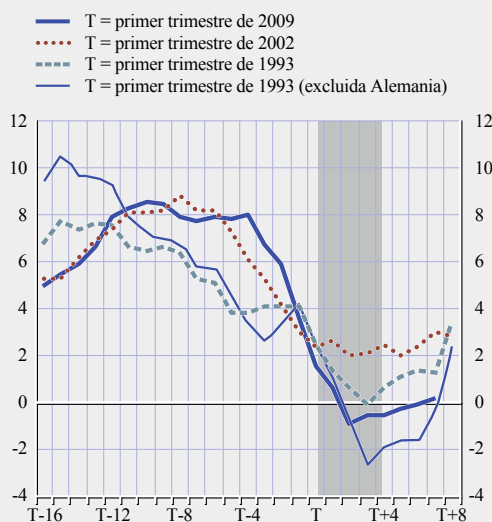
recesión reciente, y acabó en niveles negativos. Este descenso fue bastante más acusado que el registrado durante las fases de desaceleración económica de principios de los años noventa y de comienzos de la década de 2000, cuando la tasa de crecimiento interanual se redujo entre 6 y 7 puntos porcentuales y permaneció en valores positivos (véase gráfico A). Además, gran parte de la disminución observada recientemente se ha producido en un período de tiempo relativamente corto (seis trimestres), en comparación con reducciones más prolongadas en el tiempo en el pasado (dieciséis trimestres a principios de los años noventa y nueve trimestres a comienzos de la década de 2000). No obstante, ni la magnitud ni la velocidad de la última caída parecen excesivas si se tiene en cuenta la severidad de la recesión reciente. La tasa de crecimiento interanual del PIB real se redujo casi 9 puntos porcentuales en un año durante la desaceleración económica experimentada recientemente, en comparación con 6 puntos porcentuales en cuatro años a principios de los años noventa y 4 puntos porcentuales en casi dos años a comienzos de la década de 2000 (véase gráfico B).

El hecho de que la tasa de crecimiento interanual de los préstamos al sector privado no financiero descendiera hasta situarse en cotas negativas no es habitual, aunque no carece de precedentes en países de la zona del euro. En la recesión que se produjo a principios de los años noventa, los préstamos al sector privado no financiero se vieron impulsados por un acusado crecimiento de los préstamos a los hogares alemanes tras la reunificación. Excluido el sector privado no financiero alemán, la tasa de crecimiento interanual de los préstamos reales al sector privado no financiero se redujo 13 puntos porcentuales y se situó en un nivel más negativo que el observado durante la recesión reciente (véase gráfico A).

El punto de giro en la tasa de crecimiento interanual de los préstamos reales al sector privado no financiero tuvo lugar en el tercer trimestre de 2009, en consonancia con

Gráfico A Crecimiento interanual de los préstamos reales de las IFM al sector privado no financiero en los principales períodos de desaceleración y recuperación desde 1990

(tasas de variación interanual)

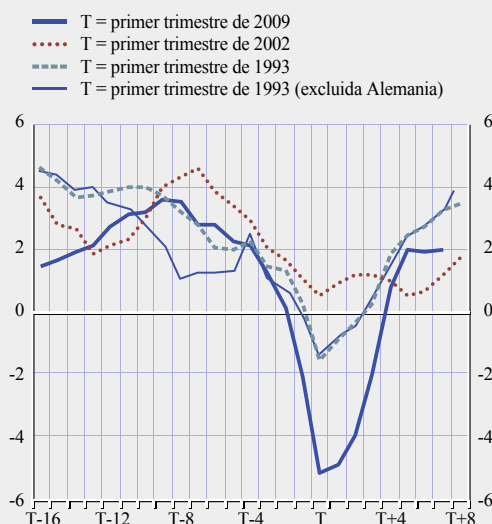


Fuentes: BCE y cálculos del BCE.

Notas: La zona sombreada recoge el intervalo de confianza en torno al trimestre medio de adelanto/retardo en el que la correlación entre las tasas de crecimiento interanual de los préstamos y del PIB real está en su máximo. Estos intervalos de confianza se calculan como el coeficiente de correlación más/menos el error estándar. Véase también la nota a pie de página n.º 1. «T» se refiere al trimestre en que el crecimiento del PIB real registró un mínimo.

Gráfico B Crecimiento interanual del PIB real en los principales períodos de desaceleración y recuperación desde 1990

(tasas de variación interanual)



Fuentes: BCE y cálculos del BCE.

regularidades cíclicas¹. Tanto en el caso de la recesión reciente como en el de la de comienzos de la década de 2000, la recuperación de los préstamos al sector privado no financiero llegó dos trimestres después de que se alcanzara un punto de giro en el crecimiento del PIB real, mientras que la recuperación de principios de los años noventa presentó un desfase de tres trimestres con respecto al punto de giro en el PIB real.

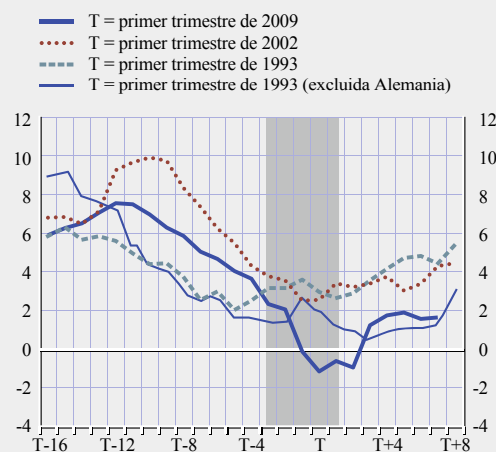
Evolución de los préstamos a los hogares

En comparación con episodios anteriores de debilidad de la actividad económica, la evolución de los préstamos a los hogares ha desempeñado un papel más destacado en la configuración de la evolución general de los préstamos al sector privado no financiero durante la reciente recesión y la recuperación. El descenso observado entre el máximo y el mínimo cíclico en la tasa de crecimiento interanual de los préstamos reales a los hogares fue más pronunciado en la recesión reciente y se redujo hasta situarse en niveles negativos, reflejando la mayor severidad de la desaceleración del mercado de la vivienda (véase gráfico C). El punto de giro en la tasa de crecimiento interanual de los préstamos reales a los hogares se produjo en el tercer trimestre de 2009, dos trimestres después del repunte de la tasa de crecimiento interanual del PIB real, es decir, algo más tarde que en los otros dos períodos considerados, y no es una evolución acorde con la relación habitualmente observada entre los préstamos reales a los hogares y el PIB real.

Sin embargo, que el punto de giro en la tasa de crecimiento interanual de los préstamos reales a los hogares se produjera relativamente tarde no es una situación sin precedentes. A principios de los años noventa no se observó un punto de giro claro en la tasa de crecimiento interanual de los préstamos reales concedidos a los hogares de la zona del euro, excepto Alemania, hasta transcurridos tres trimestres desde la recuperación de la tasa de crecimiento interanual del PIB real. Ese período también se caracterizó por la caída de los precios de la vivienda, tras el considerable auge registrado en algunos países de la zona, lo que indica que los retrasos en las recuperaciones pueden reflejar, en ambos casos, cierto reajuste de los balances por parte de los hogares y de las entidades de crédito. En todos los períodos considerados, el repunte de la tasa de crecimiento interanual de los préstamos reales a los hogares estuvo impulsado por los préstamos para adquisición de vivienda.

Gráfico C Crecimiento interanual de los préstamos reales de las IFM a los hogares en los principales períodos de desaceleración y recuperación desde 1990

(tasas de variación interanual)



Fuentes: BCE y cálculos del BCE.

Notas: La zona sombreada recoge el intervalo de confianza en torno al trimestre medio de adelanto/retardo en el que la correlación entre las tasas de crecimiento interanual de los préstamos y del PIB real está en su máximo. Estos intervalos de confianza se calculan como el coeficiente de correlación más/ menos el error estándar. Véase también la nota a pie de página n.º 1. «T» se refiere al trimestre en que el crecimiento del PIB real registró un mínimo.

1 Véase el recuadro titulado «Préstamos al sector privado no financiero durante el ciclo económico en la zona del euro», *Boletín Mensual*, BCE, octubre de 2009.

Evolución de los préstamos a las sociedades no financieras

La tendencia general observada en la tasa de crecimiento interanual de los préstamos concedidos a las sociedades no financieras durante el episodio reciente fue prácticamente similar a la de episodios previos (véase gráfico D). Sin embargo, la magnitud del descenso fue mayor, ya que la tasa de crecimiento interanual de los préstamos a este sector cayó 15 puntos porcentuales entre el máximo y el mínimo cíclico, en comparación con una reducción de 10 puntos porcentuales y 12 puntos porcentuales a principios de los años noventa y a comienzos de la década de 2000, respectivamente. La considerable disminución de los préstamos reales a las sociedades no financieras durante la recesión reciente tiene su origen en el significativo descenso de la actividad económica, especialmente en la construcción y en el sector inmobiliario, así como en un mayor recurso a la financiación en los mercados². Estos sectores son relativamente intensivos en préstamos y han tenido una actuación clave como elementos impulsores de los préstamos a las sociedades no financieras en la zona del euro, como consecuencia de la fuerte expansión del mercado inmobiliaria registrada en diversos países de la zona en los últimos años.

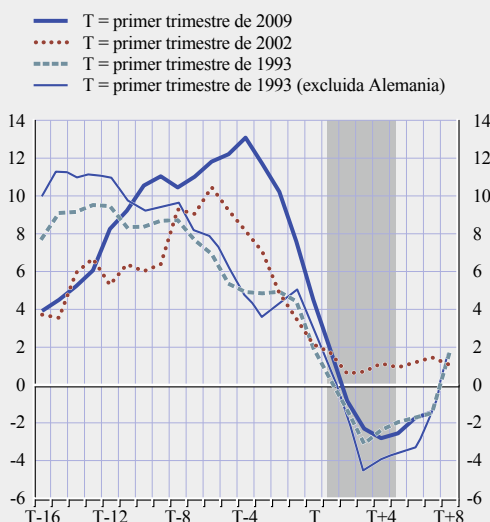
El punto de giro en la tasa de crecimiento interanual de los préstamos reales concedidos a las sociedades no financieras tuvo lugar a principios de 2010, cuatro trimestres después de que se recuperara la tasa de crecimiento interanual del PIB real, una evolución acorde, en líneas generales, con regularidades históricas, aunque algo más tarde que en los dos episodios anteriores considerados. Aunque la tasa de crecimiento interanual de los préstamos reales otorgados a este sector continuaba en niveles ligeramente negativos a finales de 2010, la recuperación fue más rápida e intensa que a principios de los años noventa. Al igual que en períodos anteriores, el repunte de los préstamos estuvo impulsado por una mejora evidente de la tasa de crecimiento interanual de los préstamos a corto plazo.

Conclusiones

La magnitud de la caída reciente de la tasa de crecimiento interanual de los préstamos al sector privado no financiero fue significativa en términos absolutos. No obstante, es acorde con la evolución observada en períodos anteriores de desaceleración económica si se consideran los descensos relativos del PIB real. La trayectoria de la tasa de crecimiento interanual de

Gráfico D Crecimiento interanual de los préstamos reales de las IFM a las sociedades no financieras en los principales períodos de desaceleración y recuperación desde 1990

(tasas de variación interanual)



Fuentes: BCE y cálculos del BCE.

Notas: La zona sombreada recoge el intervalo de confianza en torno al trimestre medio de adelanto/retardo medio en el que la correlación entre las tasas de crecimiento interanual de los préstamos y del PIB real está en su máximo. Estos intervalos de confianza se calculan como el coeficiente de correlación más/ menos el error estándar. Véase también la nota a pie de página n.º 1. «T» se refiere al trimestre en que el crecimiento del PIB real registró un mínimo.

² Véase el recuadro 2, titulado «Evolución reciente del mercado de la vivienda en la zona del euro y su impacto en los préstamos al sector privado», *Boletín Mensual*, BCE, mayo de 2010.

los préstamos reales a los hogares fue algo inusual, ya que experimentó una disminución relativamente acusada hasta situarse en niveles negativos, y su punto de giro presentó un retardo con respecto a la recuperación de la tasa de crecimiento interanual del PIB real. Es probable que estos dos aspectos reflejen el papel específico desempeñado por el mercado de la vivienda en la recesión reciente. En general, la evolución de los préstamos reales concedidos por las IFM al sector privado no financiero ha sido coherente con el comportamiento observado en períodos anteriores de declive y recuperación económica.

En cuanto a las demás contrapartidas de M3, la tasa de crecimiento interanual de los pasivos financieros a más largo plazo de las IFM (excluidos capital y reservas) mantenidos por el sector tenedor de dinero se redujo considerablemente durante el año y en diciembre se situó en el 3%, desde el 6% de finales de 2009. Esta evolución fue patente principalmente en los depósitos a largo plazo (esto es, tanto en los depósitos disponibles con preaviso a más de tres meses como en los depósitos a plazo a más de dos años), pero también en los valores distintos a acciones a largo plazo de las IFM (es decir, aquellos con plazo superior a dos años). Es probable que la desaceleración en los depósitos a largo plazo reflejara la pérdida de atractivo en su remuneración por el ligero aplanamiento de la curva de rendimientos durante el año, mientras que la registrada en los valores a largo plazo puede haber estado relacionada con la percepción de mayor de riesgo en los valores de las IFM.

Por último, la posición acreedora neta frente al exterior de las IFM de la zona del euro volvió a experimentar un descenso, de 89 mm de euros, en 2010. Esta evolución fue resultado de un flujo negativo de activos exteriores, que superó la disminución observada en los pasivos exteriores. En general, esto significa que la interacción del sector tenedor de dinero con el resto del mundo a través de las IFM de la zona del euro se tradujo en una entrada neta de capital.

MEJORA DE LAS CONDICIONES EN EL MERCADO MONETARIO, PESE A CIERTA VOLATILIDAD

En 2010, el comportamiento de los tipos de interés del mercado monetario de la zona del euro se vio afectado por diversos factores. En términos generales, el Eurosistema continuó proporcionando apoyo a las entidades de crédito

de la zona mediante la provisión extraordinaria de liquidez. Como consecuencia de las mejoras observadas en las condiciones en los mercados financieros en 2009, el Eurosistema comenzó a retirar paulatinamente a principios de 2010 medidas de política monetaria no convencionales que ya no se consideraban necesarias, con la consiguiente reducción del plazo medio de vencimiento de las operaciones de inyección de liquidez. No obstante, la crisis de la deuda soberana de mayo provocó fuertes tensiones en los mercados de deuda pública de algunos países de la zona del euro que causaron efectos adversos en el mecanismo de transmisión de la política monetaria, como reflejaba la percepción de un aumento de los riesgos de liquidez y de crédito. Con el fin de abordar el mal funcionamiento de los mercados de valores y restablecer un mecanismo adecuado de transmisión de la política monetaria, el Eurosistema puso en marcha el Programa para los Mercados de Valores y reactivó algunas de las medidas no convencionales que había retirado anteriormente. En el recuadro 1 se describen las medidas no convencionales aplicadas en 2010, que fueron fundamentales para limitar el contagio a los tipos de interés del mercado monetario. En el segundo semestre, la retirada automática de las medidas no convencionales con la supresión a su vencimiento de las operaciones de financiación a plazo más largo a seis meses y a un año llevó a una disminución del exceso de liquidez y a un aumento de los tipos del mercado monetario.

Los tipos de interés del mercado monetario con garantías y sin garantías experimentaron un ligero descenso en todos los plazos en el primer trimestre de 2010, antes de aumentar sustancialmente durante el resto del año. Más

concretamente, si se consideran los tipos a tres meses sin garantías, el EURIBOR a este plazo se situó próximo al 0,7% a principios de enero de 2010, descendió hasta el 0,63% a finales de marzo y posteriormente se incrementó hasta el 1,09% el 25 de febrero de 2011 (véase gráfico 10). En cuanto al segmento con garantías del mercado monetario, el EUREPO a tres meses se situó en torno al 0,4% a comienzos de enero de 2010, antes de disminuir ligeramente en el primer trimestre del año y establecerse en el 0,34% a finales de marzo. Posteriormente registró un acusado incremento y alcanzó un máximo del 0,8% a comienzos de noviembre, reduciéndose después hasta situarse aproximadamente en el 0,56% a principios de enero de 2011 y aumentando de nuevo hasta situarse en el 0,81% el 25 de febrero.

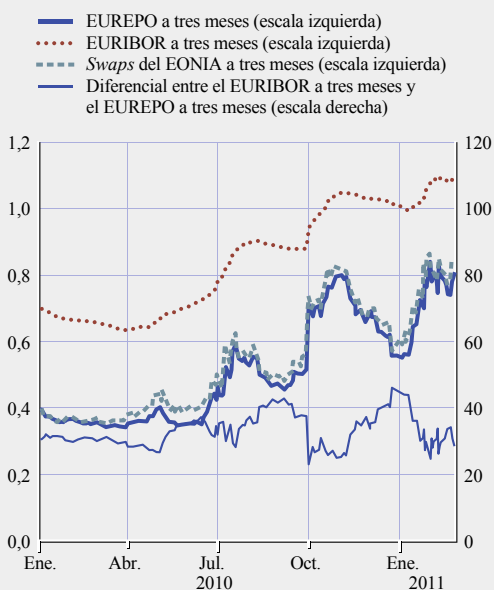
Como resultado de esta evolución, se observó volatilidad en el diferencial entre los tipos con garantías y sin garantías del mercado monetario durante el año, y el 25 de febrero de 2011 se situó ligeramente por debajo de los niveles de principios de enero de 2010, aunque se

mantuvo relativamente elevado en términos históricos. Durante 2010 y a principios de 2011, el diferencial entre el EURIBOR a tres meses y el EUREPO al mismo plazo fluctuó entre 23 y 46 puntos básicos, comenzando 2010 en un nivel de unos 30 puntos básicos y situándose en 28 puntos básicos el 25 de febrero de 2011 (véase gráfico 10).

Si se consideran los tipos de interés a muy corto plazo del mercado monetario, se observa que la evolución del EONIA en 2010 reflejó, en gran medida, el hecho de que el Eurosistema continuó con el generoso apoyo a la liquidez proporcionado a las entidades de crédito de la zona del euro desde octubre de 2008. Habida cuenta del considerable exceso de liquidez, el EONIA permaneció, salvo algunas excepciones, bastante por debajo del tipo de interés fijo de las operaciones principales de financiación y las OFPML del Eurosistema y próximo al tipo de la facilidad de depósito (véase gráfico 11). Hacia finales de junio, cuando vencieron las OFPML a seis meses y a un año y las entidades optaron por no refinanciar totalmente las operaciones

Gráfico 10 EUREPO, EURIBOR y swap del EONIA, a tres meses

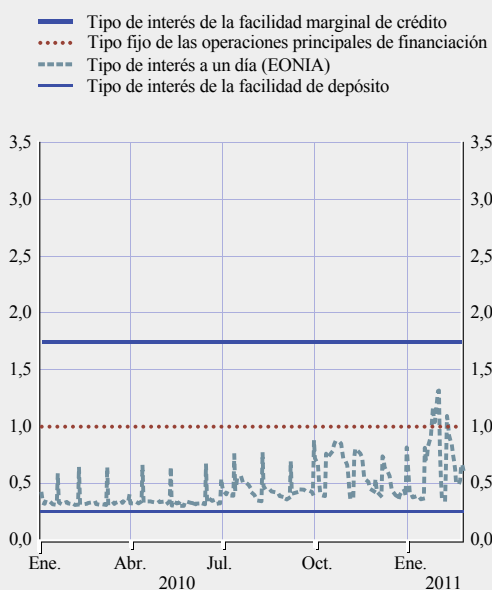
(porcentajes; puntos básicos; diferencial en puntos básicos; datos diarios)



Fuentes: BCE, Bloomberg y Thomson Reuters.

Gráfico 11 Tipos de interés del BCE y tipo de interés a un día

(porcentajes; datos diarios)



Fuentes: BCE, Bloomberg y Thomson Reuters.

de liquidez vencidas, el exceso de liquidez disminuyó y el EONIA empezó a mostrar cierta volatilidad. Dado que los niveles del exceso de liquidez han disminuido, el EONIA ha tendido a seguir un patrón más pronunciado en cada uno de los periodos de mantenimiento, situándose en niveles más elevados al inicio del período, antes de descender gradualmente hacia el final. Este patrón está estrechamente relacionado con la preferencia de las entidades por cumplir las exigencias de reservas al principio del período de mantenimiento, un comportamiento que se ha observado desde el comienzo de las turbulencias en agosto de 2007. Este «adelanto de liquidez» no influyó en los tipos de interés de mercado durante el periodo de doce meses correspondiente al plazo de vigencia de la primera OFPML a un año (es decir, de mediados de 2009 a mediados de 2010), un período con un superávit de liquidez sin precedentes, pero sí afectó de nuevo a los tipos cuando el exceso de liquidez se redujo en el segundo semestre de 2010. La volatilidad del EONIA continuó a principios de 2011 y el 25 de enero se situó por encima del tipo de las OPF por primera vez desde junio de 2009. Además, durante el año, los picos ocasionales en el EONIA se observaron al final de los periodos de mantenimiento y al final de los periodos de gestión de la liquidez (por ejemplo, al final del año).

LOS MERCADOS DE DEUDA PÚBLICA ESTUVIERON SOMETIDOS A FUERTES TENSIONES EN ALGUNOS PAÍSES DE LA ZONA DEL EURO EN 2010

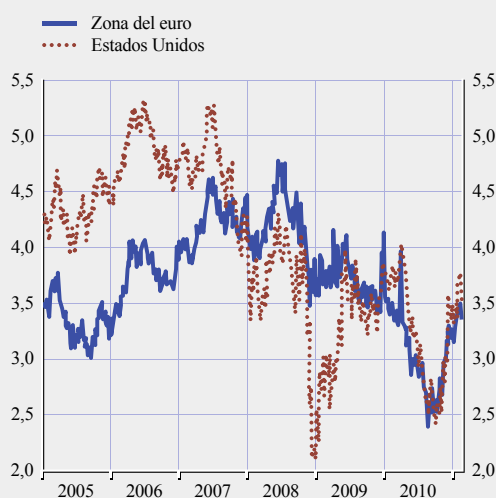
En general, los precios de la deuda pública estuvieron determinados por dos circunstancias principales en 2010. La primera, específica de la zona del euro, comenzó con la aparición de turbulencias en los mercados de deuda soberana de varios países de la zona. La segunda, de carácter mucho más general, fue la esperada moderación del crecimiento económico mundial en el segundo semestre de 2010.

A finales de 2010, el rendimiento del bono de referencia a diez años con calificación crediticia AAA se situó en Estados Unidos y en la zona del euro en niveles aproximadamente similares, entre el 3,2% y el 3,4%, es decir, unos 50 y

40 puntos básicos por debajo de los valores observados en las respectivas áreas económicas a finales de 2009 (véase gráfico 12). El descenso generalizado del rendimiento de la deuda pública oculta evoluciones opuestas a lo largo del año, en concreto, una fase de descenso prolongado hasta finales de agosto, seguida de un fuerte repunte, particularmente hacia el final del año. A finales de agosto, cuando la fase descendente se detuvo, los rendimientos se situaban unos 140 y 120 puntos básicos, respectivamente, por debajo de los niveles de finales de 2009. Como resultado de estos movimientos opuestos, la volatilidad implícita del rendimiento de la deuda pública varió considerablemente en el transcurso de 2010, alcanzando un nivel máximo en mayo y septiembre y elevándose, en promedio, entre un 5% y un 7% en las dos áreas económicas. Pese a este aumento, en 2010 la volatilidad fue mucho más reducida que la observada hacia finales de 2008 y en el primer semestre de 2009, período en el que superó, en promedio, el 10% en ambas áreas.

Gráfico 12 Rendimiento de la deuda pública a largo plazo

(porcentajes; datos diarios)



Fuentes: Bloomberg, EuroMTS, Thomson Reuters y BCE.

Notas: El rendimiento de los bonos a diez años de la zona del euro se representa mediante el rendimiento del bono a diez años a la par que se deriva de la curva de rendimientos de los bonos soberanos de la zona del euro con calificación triple A estimada por el BCE. Para Estados Unidos, se presenta el rendimiento de los bonos a diez años.

Cabe destacar que, en conjunto, la evolución del rendimiento de la deuda pública a diez años a lo largo de 2010 fue, generalmente, bastante similar en Estados Unidos y en la zona del euro, aunque su correlación varió de forma significativa. Más concretamente, se observó una correlación bastante reducida en los cuatro primeros meses de 2010, ya que el rendimiento fue prácticamente estable en Estados Unidos pero descendió en la zona del euro. En esta parte del año, el crecimiento de la actividad económica fue bastante vigoroso en ambas áreas, como se reflejó, entre otras cosas, en que los precios de las acciones evolucionaron prácticamente a la par en Estados Unidos y en la zona del euro. Sin embargo, durante el mismo período, el rendimiento de la deuda pública con calificación AAA de la zona del euro fue impulsado a la baja por desplazamientos de fondos hacia activos más seguros originados por las turbulencias observadas en los mercados de deuda soberana de algunos países de la zona del euro, mientras que el rendimiento de los bonos estadounidenses se elevó, como resultado de la expansión económica en curso. Durante el resto del año, la correlación se elevó, especialmente a partir de julio, cuando el rendimiento convergió hacia valores similares en las dos áreas económicas y comenzó a evolucionar en paralelo. De hecho, la reevaluación del vigor de la recuperación económica en Estados Unidos y la reducción temporal de las turbulencias en los mercados de deuda soberana de la zona del euro dieron lugar a una evolución más sincronizada del rendimiento de los bonos a ambos lados del Atlántico. Sin embargo, hacia finales de año, cuando se percibió que la actividad económica mundial estaba repuntando de nuevo, tal y como indicaba, entre otras cosas, un aumento del índice PMI global de diciembre, el rendimiento de los bonos estadounidenses a diez años se elevó más rápidamente que el de la deuda pública de la zona del euro. Esta evolución se reflejó en los mercados de renta variable, en los que los precios de las acciones estadounidenses subieron a un ritmo bastante más rápido, posiblemente reflejando la preocupación del mercado de que las instituciones financieras europeas, en particular, pudiesen sufrir minusvalías, como

consecuencia de las tensiones que volvían a aparecer en los mercados de deuda soberana de la zona del euro.

Por lo que se refiere más específicamente a la evolución observada en el transcurso del año, aproximadamente entre mediados de noviembre de 2009 y principios de abril de 2010, los mercados de deuda pública de Estados Unidos y de la zona del euro siguieron una trayectoria algo diferente; el rendimiento de los bonos aumentó unos 50 puntos básicos en Estados Unidos y disminuyó unos 25 puntos básicos en la zona del euro. En esta parte del año, se esperaba que a ambos lados del Atlántico los tipos de interés oficiales se mantuviesen en niveles reducidos durante un largo período de tiempo, mientras que los datos macroeconómicos publicados confirmaban la fortaleza de la recuperación. Así pues, los movimientos divergentes del rendimiento de la deuda pública a largo plazo pueden explicarse básicamente por el aumento de los temores de los mercados respecto a la sostenibilidad de la situación presupuestaria de algunos países de la zona del euro, que ejerció en general presiones a la baja sobre el rendimiento de la deuda pública de mayor calidad de la zona del euro.

A partir de comienzos de abril, el rendimiento de los bonos estadounidenses empezó a bajar también, a un ritmo bastante acelerado, de modo que el diferencial de rendimiento entre las dos áreas se estrechó desde unos 60 puntos básicos a finales de marzo hasta casi cero a finales de junio. Mientras en la zona del euro la evolución económica continuaba siendo favorable y los indicadores de confianza mejoraban, el rendimiento de la deuda pública a largo plazo de la zona del euro con calificación crediticia AAA disminuyó entre episodios de mayores turbulencias en los mercados europeos de deuda soberana. Las tensiones en los mercados se atemperaron ligeramente después de que la UE aprobara un plan de rescate para Grecia en el fin de semana del 10 y 11 de abril, pero se agudizaron en días posteriores, cuando la rebaja de la calificación crediticia de la deuda soberana de Grecia (hasta una calificación de grado especulativo) y de la

de Portugal contribuyó a generar una crisis de confianza en la sostenibilidad de la situación de las finanzas públicas griegas. A su vez, la falta de confianza provocó una amplia reasignación de carteras hacia bonos con calificación AAA de la zona del euro o de Estados Unidos, que culminó en desplazamientos masivos de fondos hacia activos más seguros los días 6 y 7 de mayo. Debe observarse que el rendimiento de los bonos griegos a diez años había aumentado ya en relación con el de los correspondientes bonos alemanes en el primer trimestre de 2010, pero el rendimiento de la deuda pública se había mantenido en general estable en los demás países de la zona del euro, con unos riesgos de contagio bastante reducidos. La situación cambió de forma significativa a principios de abril, cuando, al margen de Grecia, el rendimiento se elevó también en Irlanda y Portugal, así como, en menor medida, en España, Italia y Bélgica. El deterioro de la percepción de sostenibilidad de la deuda de determinados países de la zona del euro en este período quedó evidenciado por los diferenciales de los seguros de riesgo de crédito (CDS) soberanos, instrumentos utilizados por los inversores para protegerse frente al riesgo soberano.

La situación mejoró notablemente en el transcurso del mes de mayo, como resultado de las medidas sin precedentes adoptadas en la UE, entre las que cabe señalar las decisiones relativas al Mecanismo Europeo de Estabilización Financiera y a la Facilidad Europea de Estabilización Financiera. El 10 de mayo, el Eurosistema anunció también varias medidas encaminadas a restaurar un adecuado mecanismo de transmisión de la política monetaria. Estas medidas incluían el Programa para los Mercados de Valores, que preparó el terreno para las intervenciones en los mercados de renta fija pública y privada de la zona del euro. El mercado de renta fija de la zona puede haberse visto también favorecido en julio por la publicación de los resultados de las pruebas de resistencia realizadas en la UE y por la correspondiente información sobre la exposición de las entidades de crédito al riesgo de deuda soberana. Sin embargo, las tensiones no desaparecieron completamente,

tal y como se deduce, entre otras cosas, del continuo aumento del rendimiento de la deuda en algunos países de la zona del euro, pese al nuevo descenso del rendimiento de los bonos alemanes. Este descenso puede haber estado relacionado no solo con desplazamientos de fondos hacia activos más seguros, sino también con crecientes señales de desaceleración de la actividad económica en la zona del euro y, en particular, en Estados Unidos, principalmente evidenciada por un renovado deterioro de los mercados estadounidenses de trabajo y de la vivienda. De hecho, la desaceleración del ciclo económico estadounidense afectó al clima de los mercados en otras grandes economías y provocó importantes flujos de capitales hacia los mercados de deuda pública considerados menos arriesgados, lo que suscitó también expectativas de una nueva fase de medidas de expansión de la liquidez.

En el último trimestre del año, los rendimientos comenzaron a aumentar a ambos lados del Atlántico. La tendencia generalmente creciente de los rendimientos en este período fue acorde con un retorno a unas perspectivas económicas más benignas, que fueron más claras en la zona del euro que en Estados Unidos, donde se publicaron datos macroeconómicos generalmente positivos, pero muy heterogéneos. En comparación con la deuda soberana a largo plazo AAA, el rendimiento de los bonos de la mayor parte de los emisores soberanos de la zona del euro con calificaciones crediticias más bajas aumentó de forma mucho más acusada y su volatilidad fue mucho mayor durante el último trimestre del año. Los diferenciales de rendimiento de la deuda pública a diez años frente al bono alemán se amplió de modo especialmente notable en Irlanda, en 280 puntos básicos entre principios de septiembre y finales de noviembre, ya que los participantes en el mercado centraron su atención en este país al crecer su preocupación respecto a la carga fiscal asociada a la ayuda prestada por el Gobierno irlandés a su sector financiero. Las tensiones se extendieron también a Portugal y España, donde los diferenciales frente a los bonos alemanes se ampliaron en 110 y 105 puntos básicos,

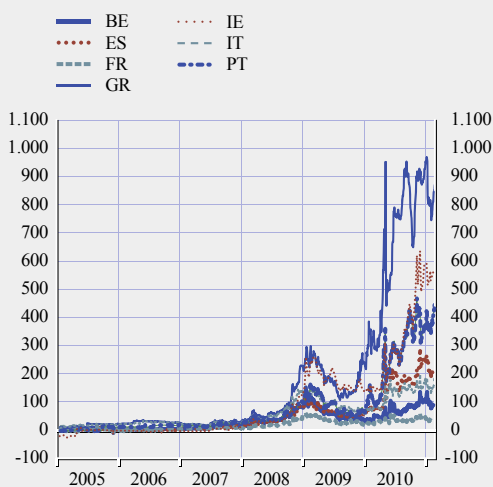
respectivamente, en el mismo período, mientras que fue muy limitado el contagio a otros países, como Grecia, Italia y Bélgica, donde los diferenciales solo se elevaron 7, 42 y 65 puntos básicos, respectivamente (véase gráfico 13). La mayor preocupación en los mercados se tradujo, en esta última parte del año, en un incremento de la volatilidad implícita del rendimiento de los bonos tanto en Estados Unidos como en la zona del euro.

En comparación con el rendimiento nominal y con la evolución observada en 2009, el rendimiento real fluctuó mucho menos en 2010 y se mantuvo estable, en general, en torno al 1,5% en la zona del euro. El rendimiento real disminuyó 50 puntos básicos entre enero y septiembre, pero este descenso revirtió de forma completa en fechas posteriores. La subida posterior fue reflejo de unas perspectivas económicas más robustas, especialmente hacia finales de año. Dado que el rendimiento real permaneció estable, el descenso del rendimiento nominal implica que las expectativas de inflación *spot*,

medidas por la tasas de inflación implícitas, se redujeron generalmente a lo largo del año, de forma particularmente pronunciada en julio y agosto, estabilizándose ligeramente a partir de entonces (véase más abajo el recuadro 3). Las tasas de inflación implícitas *forward* a cinco años dentro de cinco años se mantuvieron estables alrededor del 2,5% entre enero y julio de 2010, y disminuyeron posteriormente, hasta situarse en torno al 2% a finales de año (véase gráfico 14). Sin embargo, la mayor parte de este descenso parece haber estado más relacionado con una reducción de las primas de riesgo de inflación que con variaciones de las tasas de inflación esperadas. Asimismo, la evolución de los bonos indicados con la inflación debe valorarse con cierta cautela, especialmente en condiciones de tensión. A este respecto, los resultados de la encuesta de Consensus Economics sobre las expectativas de inflación a medio y largo plazo, aun refiriéndose a un período de tiempo ligeramente diferente, apuntaron a un moderado aumento de la inflación esperada, desde el 1,9% de octubre de 2009 al 2,1% de octubre de 2010.

Gráfico 13 Diferenciales de deuda pública de algunos países de la zona del euro

(puntos básicos; datos diarios)

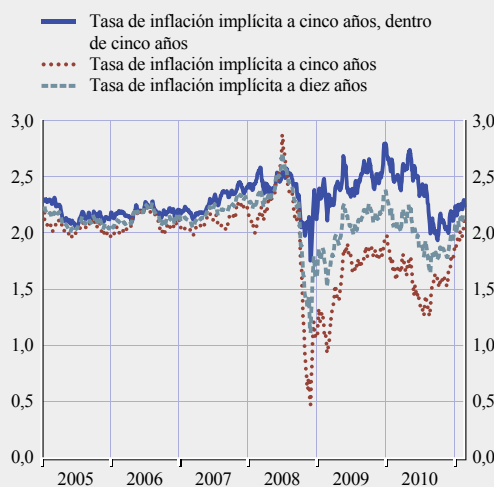


Fuente: Thomson Reuters.

Nota: Diferencial de rendimiento entre la deuda pública a diez años y el bono alemán correspondiente.

Gráfico 14 Tasas de inflación implícita de cupón cero de la zona del euro

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



Fuentes: Thomson Reuters y cálculos del BCE.

Recuadro 3

EVOLUCIÓN DE LAS MEDIDAS DE LAS EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN BASADAS EN EL MERCADO EN 2010

Las medidas de las expectativas de inflación basadas en el mercado se utilizan frecuentemente para evaluar las perspectivas de inflación. Sin embargo, en periodos de crisis financiera, estas medidas han de interpretarse con especial cautela. Aunque los mercados financieros europeos experimentaron fuertes tensiones en 2010, las medidas de las expectativas de inflación basadas en el mercado obtenidas de los *swaps* indiciados con la inflación y las derivadas de los bonos soberanos nominales y reales fueron menos volátiles y se vieron menos afectadas por distorsiones de liquidez que durante el periodo posterior a la quiebra de Lehman Brothers. En este recuadro se analiza la evolución de las expectativas de inflación para la zona del euro en 2010, implícitas en los precios de los instrumentos de los mercados financieros.

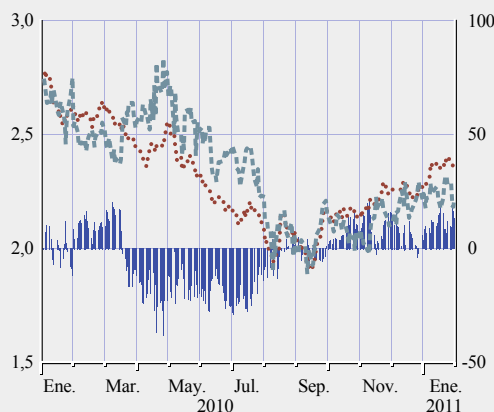
La tasa de inflación implícita *forward* a cinco años dentro de cinco años, obtenida de los bonos nominales e indiciados con la inflación, se mantuvo en general estable en el primer semestre del año, oscilando entorno al 2,5% (véase gráfico A), y disminuyó considerablemente durante el verano, recuperándose, solo en parte, hacia principios de 2011. Una medida alternativa, obtenida de los *swaps* indiciados con la inflación, refleja una evolución similar, aunque ligeramente menos volátil. En general, la volatilidad de las medidas de las expectativas de inflación basadas en el mercado fue mucho menor en 2010 que en años anteriores. Por ejemplo, la diferencia entre las tasas *forward* a cinco años dentro de cinco años obtenidas de los bonos y las derivadas de los *swaps* no superó de forma significativa los 30 puntos básicos en 2010, mientras que superó los 70 puntos básicos en el segundo semestre de 2008, en el momento culminante de la crisis que siguió al colapso de Lehman Brothers.

La disminución de las tasas de inflación implícitas *spot* y *forward* en 2010 se produjo en un contexto de ligero descenso del rendimiento real de los bonos a cinco años y de estabilidad del rendimiento de los bonos a diez años (véase gráfico B). Así pues, la disminución del rendimiento nominal reflejó, en gran medida, una reducción de la compensación por la inflación futura exigida por los participantes en el mercado. Esta compensación comprende un componente de inflación esperada y una prima de riesgo de inflación. Para separar estos dos componentes, en el gráfico C se presentan los resultados de la descomposición de las tasas de inflación *forward* a largo plazo, implícitas en un modelo de estructura temporal¹.

Gráfico A Tasas de inflación implícitas y tipos *swap* indiciados con la inflación

(porcentajes; puntos básicos)

- Diferencial entre el tipo *swap* a cinco años dentro de cinco años indiciado con la inflación y la tasa de inflación implícita (escala derecha)
- Tipo *swap* a cinco años dentro de cinco años indiciado con la inflación
- Tasa de inflación implícita a cinco años, dentro de cinco años



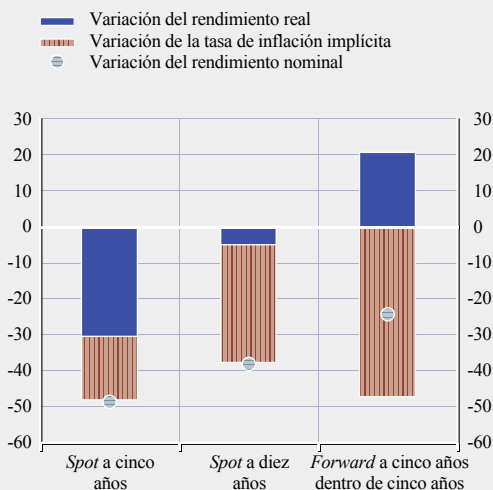
Fuentes: Thomson Reuters, EuroMTS y BCE.

Nota: Las tasas de inflación implícitas están desestacionalizadas.

1 Para más información, véase J.A. García y T. Werner, «Inflation risks and inflation risk premia», *Working Paper Series*, n.º 1162, BCE, marzo de 2010.

Gráfico B Variaciones de las tasas de inflación implícitas y de los rendimientos nominales reales en 2010

(puntos básicos)

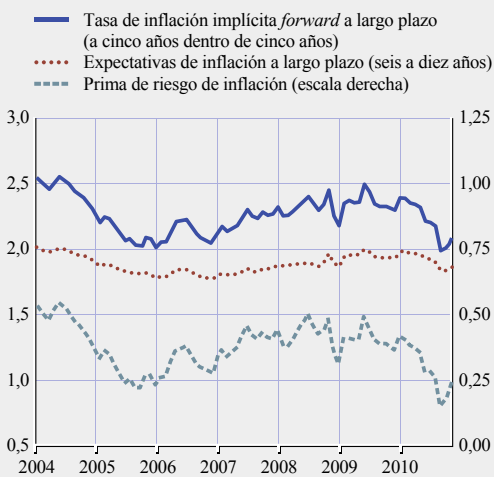


Fuentes: Thomson Reuters, EuroMTS y BCE.

Nota: Las tasas de inflación implícitas y el rendimiento real están desestacionalizados.

Gráfico C Descomposición de las tasas de inflación implícitas *forward* a largo plazo basada en un modelo de estructura temporal

(puntos porcentuales)



Fuentes: Thomson Reuters y cálculos del BCE.

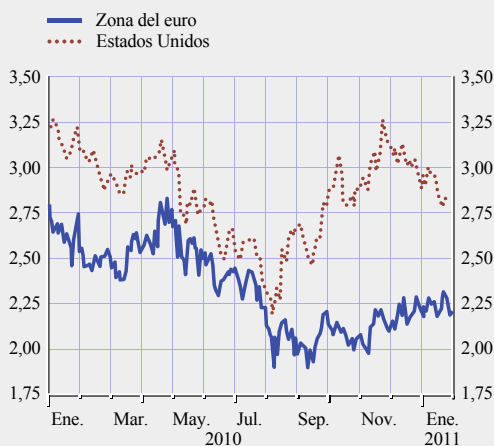
Notas: Las tasas de inflación implícitas *forward* a largo plazo y sus componentes se consideran para el horizonte *forward* a cinco años dentro de cinco años. Para más detalles sobre el modelo de estructura temporal, véase el documento al que se hace referencia en la nota a pie de página n.º 1.

Las tasas de inflación implícitas basadas en el modelo, extraídas de las observaciones de la volatilidad de los mercados, descendieron en 2010, con un ligero repunte hacia comienzos de 2011. Esta evolución se debió en mayor medida a variaciones de la prima de riesgo de inflación que a variaciones de las expectativas de inflación, que permanecieron en general estables en un nivel próximo a su media de largo plazo. Esta conclusión viene corroborada por los datos de las encuestas relativos a las expectativas de inflación a más largo plazo para la zona del euro, que se mantuvieron bastante estables en 2010.

Las tasas de inflación implícitas de la zona del euro (esto es, la compensación por inflación) fueron algo más estables que las de Estados Unidos en 2010 (véase gráfico D). Mientras que el descenso registrado entre mayo y agosto de 2010 se produjo en el marco de una evolución general reflejada también en los indicadores de Estados Unidos, la estabilización de las tasas *forward* a largo plazo de la zona del euro en la última parte del año y a principios de 2011 no se observó en Estados Unidos.

Gráfico D Tasas de inflación implícitas *forward* a cinco años dentro de cinco años de la zona del euro y Estados Unidos

(porcentajes)



Fuentes: Thomson Reuters, Reserva Federal y cálculos del BCE.

En general, los indicadores de las expectativas de inflación de la zona del euro basados en el mercado sugieren que la compensación por la inflación y el riesgo de inflación exigida por los participantes en el mercado a medio y largo plazo disminuyó en 2010, especialmente en los meses de verano. Esta evolución se debió, en gran medida, a la reducción de la prima de riesgo de inflación, mientras que las expectativas de inflación permanecieron, en general, estables en torno a su media de largo plazo y firmemente ancladas en línea con el objetivo del BCE de mantener la estabilidad de precios a medio plazo.

En los dos primeros meses de 2011, los rendimientos de la deuda pública a largo plazo con calificación crediticia AAA de la zona del euro aumentaron ligeramente, superando los niveles registrados a finales de 2010, mientras que en Estados Unidos se mantuvieron prácticamente estables, en torno a esos valores. La estabilidad general de los rendimientos a largo plazo observada en ambas áreas económicas en los dos primeros meses de 2011 oculta algunas oscilaciones relativamente pronunciadas. De hecho, los rendimientos alcanzaron un máximo relativo a comienzos de febrero, como consecuencia de la publicación de datos económicos positivos y de la disminución de las tensiones en la zona del euro, que se revirtió casi completamente durante el resto del mes, debido también a un aumento de los riesgos geopolíticos. En la zona del euro, los diferenciales de rendimiento a diez años frente a los bonos alemanes correspondientes volvieron a estrecharse en los dos primeros meses de 2011, reflejo, entre otros factores, de las expectativas de los participantes en el mercado respecto a la posible ampliación del ámbito y del tamaño de la Facilidad Europea de Estabilización Financiera, así como de las subastas de deuda que encontraron una demanda más alta de lo previsto.

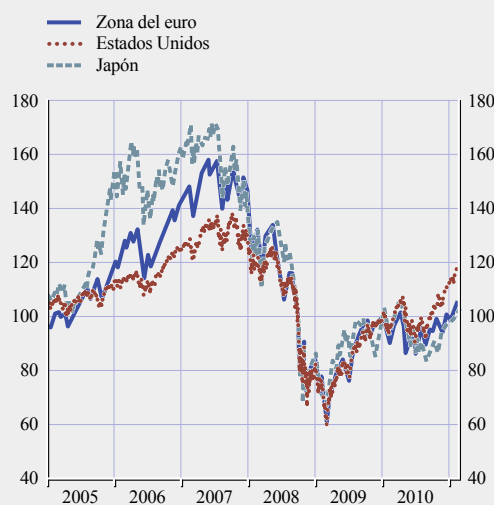
RECUPERACIÓN MÁS LENTA DE LOS PRECIOS DE LAS ACCIONES DE LA ZONA DEL EURO EN 2010

Aunque los índices bursátiles registraron ganancias similares en Estados Unidos y en la zona del euro en 2009 (aproximadamente el 23,5% en ambos casos), mostraron una evolución bastante diferente en las dos áreas en 2010. El índice de Estados Unidos registró una tasa de crecimiento de casi el 13%, considerablemente por encima del índice de la zona del euro,

que apenas experimentó cambios (véase gráfico 15). Pese a la evolución divergente seguida en el año 2010 en su conjunto, los precios de las acciones registraron en ambas áreas económicas frecuentes alzas y bajas a lo largo del año, con ganancias y pérdidas del orden del 10% en relación con los niveles de finales de 2009, de modo que la volatilidad realizada experimentó importantes fluctuaciones. Como reflejo de estas fluctuaciones y de la evolución de las expectativas de los inversores respecto a tensiones futuras, la volatilidad implícita de los precios de las acciones varió también considerablemente a lo largo de 2010, alcanzando un máximo cercano al 35% (media anualizada en ambas áreas económicas) a finales de mayo, aunque

Gráfico 15 Principales índices bursátiles

(cambio de base de los índices a 100 el 1 de enero de 2010; datos diarios)



Fuente: Thomson Reuters.

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

la volatilidad máxima observada en 2010 fue muy inferior a la registrada entre diciembre de 2008 y marzo de 2009. En conjunto, a lo largo de 2010 se observó una mayor incertidumbre acerca de la evolución futura de los precios de las acciones en la zona del euro que en Estados Unidos.

Tras registrar una evolución positiva en la última parte de 2009, los precios de las acciones disminuyeron en enero y febrero de 2010 tanto en Estados Unidos como en la zona del euro. Es posible que este descenso se debiera también a que las turbulencias observadas en los mercados de deuda soberana de la zona del euro influyeran cada vez más en el clima de los mercados. En la zona del euro, el descenso más acusado se registró en los precios de las acciones del sector financiero, mientras que los resultados de otros sectores fueron bastante dispares, sin que mostraran una tendencia clara. Por el contrario, en Estados Unidos los resultados del sector financiero fueron mucho mejores, como consecuencia, especialmente, del vigoroso crecimiento de los beneficios de las principales entidades de crédito. Al disiparse los temores respecto a la deuda, los precios de las acciones volvieron a subir en ambas áreas económicas, aproximadamente hasta principios de mayo, alcanzando sus niveles más altos desde noviembre de 2008. Esta evolución positiva también se vio impulsada por la publicación de datos que reflejaban una evolución económica favorable en el primer trimestre del año y por el aumento de la tasa de crecimiento de los beneficios que, pese a mantenerse en valores negativos, empezó a mostrar las primeras señales de recuperación con respecto a una situación muy deteriorada. Para las empresas incluidas en el índice Dow Jones EURO STOXX, el crecimiento efectivo de los beneficios pasó del -40% registrado en noviembre de 2009 al -22% observado en febrero de 2010, mes en el que el crecimiento de los beneficios esperado en los doce meses siguientes se situó en el 27%.

Al recrudecerse las tensiones relacionadas con la deuda en la zona del euro en mayo, el aumento

de la aversión al riesgo a escala mundial desplazó fondos hacia los mercados de bonos alemanes y estadounidenses, considerados relativamente más seguros. En consecuencia, se produjo una fuerte presión vendedora en los mercados internacionales de valores, lo que ensombreció la contribución positiva de la publicación de datos económicos positivos, y los precios bajaron de forma significativa en ambas áreas. Como ocurrió en enero y febrero, los precios de las acciones del sector financiero en la zona del euro fueron los primeros en verse afectados por la aparición de tensiones, reflejo de la preocupación respecto a posibles minusvalías de los valores de deuda pública de la zona mantenidos por las entidades de crédito. Sin embargo, la intensidad de las turbulencias registradas en este período provocó también un descenso de los precios de las acciones del sector no financiero tanto en la zona del euro como en Estados Unidos.

Entre mayo y agosto, los índices bursátiles siguieron oscilando en un estrecho intervalo, reflejo de las fluctuaciones del clima de los mercados y de la aversión al riesgo. Mientras que la moderación de las tensiones y de las expectativas acerca de la volatilidad futura hizo posible que los precios de las acciones se recuperaran inicialmente de las pérdidas sufridas a principios de mayo, posteriormente volvieron a producirse pérdidas, ya que el crecimiento económico comenzó a perder impulso a escala mundial y los participantes en el mercado volvieron a centrar su atención en los problemas de deuda de algunos países de la zona del euro. Durante el mismo período, las expectativas de los mercados respecto al crecimiento de los beneficios en los doce meses siguientes se mantuvieron en una tasa superior al 20% en Estados Unidos y en la zona del euro, de modo que el descenso de los precios de las acciones fue reflejo, fundamentalmente, del efecto del riesgo, que fue superior a la contribución positiva derivada de la evolución favorable de los dividendos esperados.

En el último trimestre del año, los índices bursátiles amplios se elevaron a ambos lados del

Atlántico. En Estados Unidos, la evolución de los mercados de renta variable estuvo determinada por datos económicos divergentes, aunque generalmente positivos, y por evidencias de una evolución favorable de los beneficios de las empresas cotizadas en el tercer trimestre del año. Al mismo tiempo, este efecto positivo puede haber sido contrarrestado, en parte, por la incertidumbre de los inversores acerca de la sostenibilidad de la recuperación en Estados Unidos. En la zona del euro, la evolución positiva del crecimiento respaldó los precios de las acciones, mientras que el aumento de los tipos de interés a largo plazo y las renovadas tensiones en los mercados de deuda soberana pueden haber tenido un impacto negativo. Sin embargo, el efecto negativo de las tensiones del mercado europeo de deuda soberana sobre el mercado europeo de renta variable observado en este período solo afectó al sector financiero de aquellos países en los que las turbulencias fueron más intensas, mientras que en otros sectores y países siguieron registrándose expectativas de sólido crecimiento. De hecho, las perspectivas de los inversores en los mercados de renta variable respecto a la mayor parte de los sectores empresariales distintos del sector financiero continuaron siendo bastante positivas, y el descenso de los precios de las acciones bancarias en Grecia fue varias veces superior al registrado en los sectores bancarios francés y alemán. En general, los precios de las acciones del sector financiero de la zona del euro disminuyeron en torno al 15% en 2010, mientras que los de las acciones del sector no financiero aumentaron un 7,5%. Durante el mismo período, en Estados Unidos, los precios de las acciones del sector financiero se elevaron un 11% y los de las acciones del sector no financiero subieron alrededor de un 15%.

En los dos primeros meses de 2011, los precios de las acciones aumentaron en la zona del euro y en Estados Unidos. Sin embargo, a diferencia de lo ocurrido en el segundo semestre de 2010, cuando los precios de las acciones subieron en Estados Unidos el doble que en la zona del euro, en los dos primeros meses de 2011 las ganancias fueron prácticamente similares en las dos áreas económicas, situándose en torno al 5%.

La evolución de los precios de las acciones fue resultado, principalmente, de los anuncios de beneficios en general mejores de lo previsto por los participantes en el mercado, así como de la continua mejora de las perspectivas económicas en ambas áreas económicas.

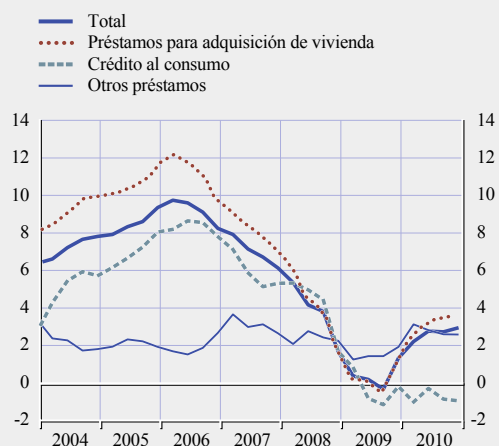
MODERACIÓN DEL ENDEUDAMIENTO DE LOS HOGARES

En 2010, la tasa de crecimiento interanual del total de préstamos concedidos a los hogares aumentó de nuevo, aunque a un ritmo moderado, y, según las estimaciones, en el cuarto trimestre del año se situó en el 2,8%. Este incremento reflejó fundamentalmente la evolución de los préstamos concedidos por las IFM a este sector, mientras que la tasa de crecimiento interanual de los préstamos otorgados por las instituciones distintas de IFM volvió a experimentar un descenso en 2010, como consecuencia, en gran parte, de la disminución de las operaciones de titulización.

Los préstamos para adquisición de vivienda continuaron siendo los principales impulsores del crecimiento de los préstamos concedidos por las IFM a los hogares. La tasa de crecimiento interanual de los préstamos hipotecarios se situó en el 3,7% en diciembre de 2010, desde el

Gráfico 16 Préstamos concedidos por las IFM a los hogares

(tasas de variación interanual)



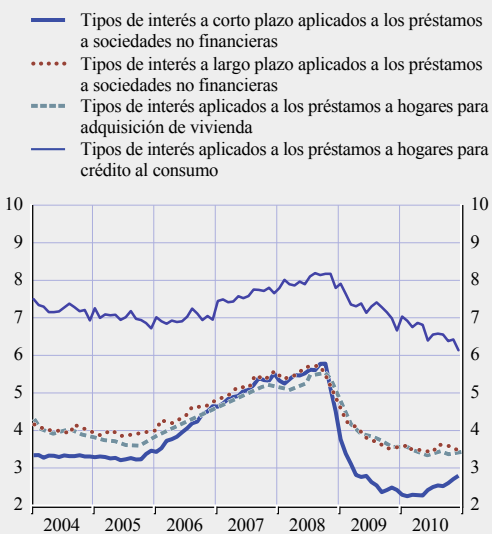
Fuente: BCE.

1,5% de diciembre de 2009 (véase gráfico 16). No obstante, la magnitud de los flujos de entrada se estabilizó en el segundo semestre del año. La evolución de estos préstamos reflejó las tendencias de los precios de los inmuebles residenciales, que experimentaron aumentos moderados en 2010, tras los considerables descensos registrados en 2009. También fue acorde con la información obtenida de la encuesta sobre préstamos bancarios, que puso de manifiesto una reducción del porcentaje neto de entidades de crédito que indicaron que habían endurecido los criterios aplicados para la aprobación de préstamos. Los resultados de la encuesta señalaron asimismo que la demanda de préstamos para adquisición de vivienda se había incrementado, especialmente en la primera parte del año. Los tipos de interés aplicados por las entidades a los préstamos a los hogares disminuyeron ligeramente en 2010: 19 puntos básicos en el caso de los préstamos para adquisición de vivienda y 52 puntos básicos en el del crédito al consumo.

Diferente comportamiento del de los préstamos hipotecarios tuvo el crédito al consumo, cuya tasa de crecimiento interanual no logró recuperarse y permaneció en niveles inferiores a cero en 2010. El crédito al consumo evolucionó también en consonancia con factores económicos, como se apreció, por ejemplo, en las fuertes caídas de las ventas de automóviles (tras la finalización de los planes para incentivar la sustitución de vehículos en la mayoría de los países) o en los resultados de las encuestas de opinión de los consumidores, que mostraron una disposición bastante limitada a realizar compras importantes. Además, los resultados de la encuesta sobre préstamos bancarios indicaron que la demanda de crédito al consumo continuaba siendo débil. Es posible que esta evolución divergente del crédito al consumo y de los préstamos para adquisición de vivienda también refleje, en cierta medida, la de los tipos de interés. El coste de financiación del crédito al consumo tiende a ser más elevado que el de los préstamos para adquisición de vivienda, ya que no suele estar tan bien garantizado como estos últimos. Con todo, los tipos de interés

Gráfico 17 Tipos de interés aplicados a los préstamos a hogares y a sociedades no financieras

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



Fuente: BCE.

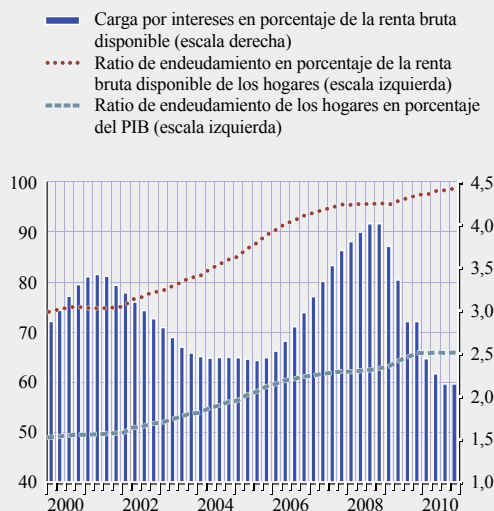
aplicados al crédito al consumo experimentaron un descenso en 2010, especialmente los de los préstamos hasta un año (véase gráfico 17).

EL ENDEUDAMIENTO DE LOS HOGARES CONTINUÓ AUMENTANDO, AUNQUE SU CARGA POR INTERESES SIGUIÓ DISMINUYENDO

El endeudamiento de los hogares experimentó un incremento moderado en 2010, aunque siguió siendo superior al de su renta disponible. En consecuencia, la ratio de endeudamiento de este sector continuó aumentando y, según las estimaciones, se situó en el 98,8% en el cuarto trimestre del año (véase gráfico 18). En cambio, su ratio de endeudamiento en relación con el PIB se mantuvo prácticamente invariable con respecto al nivel observado en diciembre de 2009, ya que el PIB real creció más que la renta disponible de los hogares. Aunque el endeudamiento de este sector prácticamente no se modificó en la zona del euro y descendió visiblemente en Estados Unidos y en el Reino Unido, en la zona del euro sigue en niveles más reducidos. Al mismo tiempo, la evolución del endeudamiento de los hogares continuó siendo considerablemente heterogénea en los países

Gráfico 18 Endeudamiento y carga por intereses de los hogares

(porcentaje)

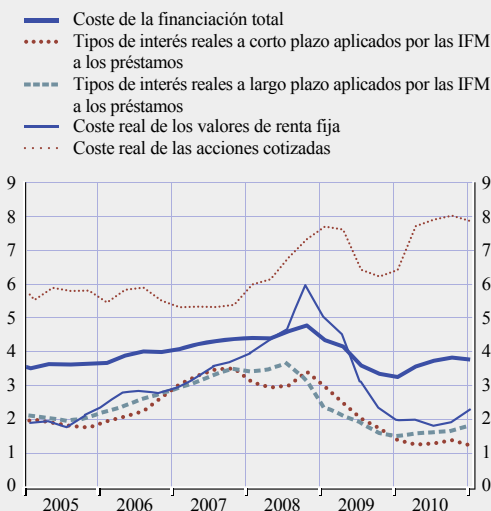


Fuentes: BCE y Eurostat.

Notas: El endeudamiento de los hogares incluye el total de préstamos a hogares otorgados por todos los sectores institucionales, incluido el resto del mundo. La carga por intereses no incluye los costes de financiación totales pagados por los hogares, pues excluye las comisiones desembolsadas por servicios financieros. Los datos del último trimestre se han estimado en parte.

Gráfico 19 Coste real de la financiación externa de las sociedades no financieras de la zona del euro

(porcentajes)



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

Notas: El coste real de la financiación externa de las sociedades no financieras de la zona del euro se calcula como la media ponderada del coste de los préstamos bancarios, el coste de los valores distintos de acciones y el coste del capital, basados en sus respectivos saldos vivos y deflactados por las expectativas de inflación (véase el recuadro 4 del Boletín Mensual del BCE de marzo de 2005).

de la zona, y permaneció en niveles claramente por encima de la media de la zona en aquellos países que también experimentaron tensiones en el mercado de deuda soberana.

La carga por intereses de los hogares (es decir, los pagos de intereses en porcentaje de la renta disponible) experimentó un descenso moderado en 2010, aunque se estabilizó hacia el final del año. Esta evolución fue consecuencia de dos factores: una nueva reducción de los tipos de interés aplicados a las nuevas operaciones de préstamo o a la renegociación de préstamos ya existentes por efecto de la transmisión de los tipos de interés oficiales, y un ligero aumento de la renta disponible de los hogares.

COSTE REDUCIDO, EN TÉRMINOS HISTÓRICOS, DE LA FINANCIACIÓN EXTERNA EN 2010

Tras el acusado descenso registrado en 2009, el coste real total de la financiación externa de las sociedades no financieras de la zona del euro

experimentó un ligero repunte, en un entorno de aumento de las tensiones relacionadas con la crisis de la deuda soberana en los mercados financieros durante 2010. Tras esta evolución se ocultaron diferencias considerables en las diversas fuentes de financiación. Mientras que la disminución del coste real de los préstamos bancarios y de la emisión de valores de renta fija tocó fondo en 2010, el coste real de la emisión de acciones se incrementó considerablemente, hasta alcanzar niveles récord a finales de año (véase gráfico 19). En conjunto, el coste real total de la financiación externa se mantuvo en un nivel reducido, en términos históricos, en 2010.

Más concretamente, en lo que respecta al coste de la financiación bancaria, los tipos de interés reales a corto plazo aplicados por las IFM a los préstamos experimentaron un ligero descenso, desde el 1,62% en diciembre de 2009 hasta el 1,4% en diciembre de 2010.

Los tipos de interés a corto plazo aplicados por las entidades de crédito a los préstamos reflejan principalmente la evolución de los tipos del mercado monetario, que suelen influir en los costes de financiación a corto plazo de las entidades. Entre finales de 2009 y finales de 2010, el EURIBOR a tres meses registró un aumento moderado, de 33 puntos básicos: alcanzó un mínimo en abril de 2010, en el 0,64%, y posteriormente fue incrementándose lentamente, hasta alcanzar el 1,03% al final del año. Una trayectoria muy próxima siguieron los tipos de interés nominales a corto plazo de las entidades en sus préstamos a las sociedades no financieras, aunque el progresivo aumento de las expectativas de inflación a corto plazo llevó a una disminución de 22 puntos básicos de los tipos reales a corto plazo de los préstamos bancarios a lo largo del año.

Los tipos de interés reales a largo plazo aplicados por las IFM a los préstamos tocaron fondo a principios de 2010, y el resultado de la evolución posterior a lo largo del año fue un ligero aumento, desde el 1,56% a finales de 2009 hasta el 1,71% a finales de 2010. Los tipos de interés a largo plazo aplicados por las entidades de crédito a los préstamos tienden a reflejar principalmente las variaciones de los rendimientos de la deuda pública. El rendimiento de la deuda pública a siete años obtenido de la curva de rendimientos de la zona del euro continuó disminuyendo durante la mayor parte de 2010, situándose en el 2,11% en agosto; posteriormente, hacia finales de año, se incrementó, lo que se tradujo en un descenso total de 33 puntos básicos entre diciembre de 2009 y diciembre de 2010. Los tipos de interés nominales a largo plazo aplicados a los préstamos no siguieron el mismo patrón, ya que se estabilizaron antes y mostraron una tendencia moderada al alza hacia el final de 2010. En consecuencia, los diferenciales entre los tipos de interés a largo plazo de los préstamos bancarios y los rendimientos de la deuda pública comparable tendieron a ampliarse de nuevo y registraron un máximo de más de 100 puntos básicos durante la crisis de la deuda soberana, retornando con ello a los

órdenes de magnitud observados durante las turbulencias que se produjeron en los mercados financieros en 2008.

La evolución de los tipos de interés aplicados por las IFM a los préstamos en 2010 también reflejó, en gran parte, la desaparición gradual de la transmisión de los anteriores recortes de los tipos de interés oficiales del BCE a los tipos de interés aplicados por las entidades de crédito a su clientela. Pese a las turbulencias registradas en los mercados financieros, en general, las entidades de la zona del euro parecen haber trasladado la reducción de los tipos de interés oficiales en consonancia con patrones históricos.

El coste real de la financiación mediante la emisión de valores de renta fija se vio influido de manera significativa por la evolución de los diferenciales de los valores de renta fija privada (medidos como la diferencia entre los rendimientos de estos valores y los de la deuda pública) en 2010. Pese al aumento de los diferenciales observado entre mayo y agosto de 2010, en un entorno de intensificación de las tensiones en el mercado de deuda soberana que empujó a los inversores financieros a inclinarse por activos más líquidos y seguros, en 2010, el coste real medio de la financiación en los mercados se situó por debajo del de años anteriores y cayó hasta registrar uno de los niveles más bajos observados.

En cambio, el coste real de la emisión de acciones cotizadas experimentó un acusado aumento en 2010, impulsado, en particular, por la rápida recuperación de las expectativas de beneficios empresariales de dos a cinco años vista. Entre diciembre de 2009 y diciembre de 2010, este coste se incrementó 194 puntos básicos y alcanzó un máximo histórico, como consecuencia del aumento de la volatilidad en los mercados financieros internacionales.

EL COSTE DE LA FINANCIACIÓN EXTERNA CONTINUÓ DISMINUYENDO EN 2010

La tasa de crecimiento interanual de la financiación externa de las sociedades no

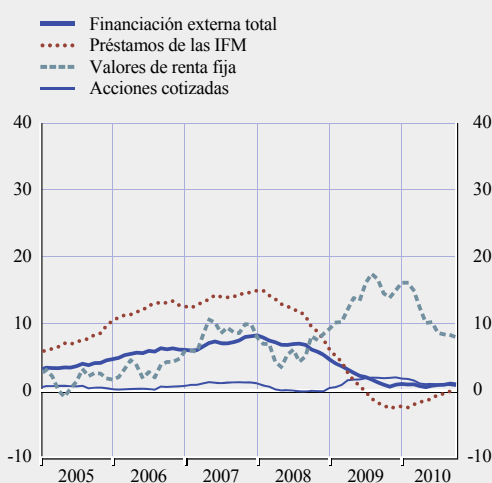
financieras de la zona del euro continuó disminuyendo en 2010, impulsada por la contracción de los préstamos concedidos por las IFM, que quedó contrarrestada por una emisión positiva, aunque en descenso, de valores de renta fija y de acciones (véase gráfico 20). Pese a la mejora generalizada de las condiciones económicas, las necesidades de financiación externa de las sociedades no financieras continuaron viéndose limitadas por la moderación del gasto en inversión y la reducción de las operaciones de fusión y adquisición, así como por la mayor disponibilidad de financiación interna. Hacia finales de 2010 se observaron señales de que las necesidades de financiación de las empresas se iban normalizando gradualmente y estaban aumentando. Según los resultados de la encuesta sobre préstamos bancarios, la demanda neta de préstamos por parte de empresas pasó a ser positiva, tras haber permanecido en niveles negativos durante más de dos años. De acuerdo con los resultados de la encuesta, las existencias y el capital circulante,

en particular, contribuyeron de manera creciente a esta renovada demanda de préstamos.

Más concretamente, uno de los principales factores que impulsaron la demanda relativamente reducida de financiación externa en 2010 fue la recuperación generalizada de las ventas y de la rentabilidad del sector de sociedades no financieras, que mejoró sustancialmente la disponibilidad de financiación interna. Según los estados financieros de sociedades no financieras cotizadas, la rentabilidad, medida por el resultado neto en relación con las ventas, registró un acusado repunte en 2010 (véase gráfico 21). El aumento de la disponibilidad de fondos internos reflejó el incremento de las tenencias de efectivo, que muy probablemente tuvieron su origen en las persistentes reducciones de costes y en los menores pagos netos por intereses y dividendos. La mejora de la situación financiera de las empresas debe matizarse, ya que los resultados de la encuesta pusieron de manifiesto que, en 2010, la evolución de la rentabilidad de las

Gráfico 20 Financiación externa de las sociedades no financieras, por instrumento

(tasas de variación interanual)

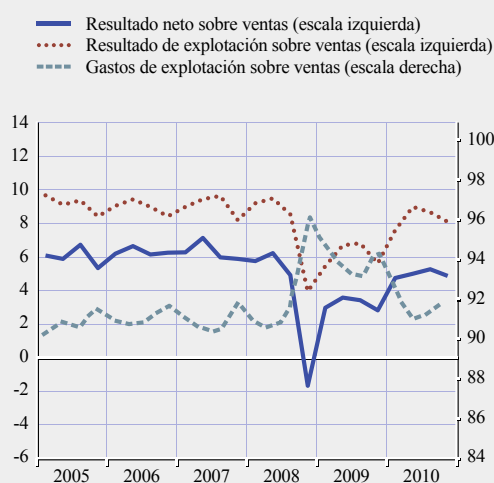


Fuente: BCE.

Nota: Las acciones cotizadas están denominadas en euros.

Gráfico 21 Ratios de beneficios de las sociedades no financieras cotizadas de la zona del euro

(datos trimestrales; porcentajes)



Fuentes: Thomson Reuters y cálculos del BCE.

Notas: El cálculo se basa en los estados financieros trimestrales agregados de las sociedades no financieras cotizadas de la zona del euro. Los valores atípicos se han eliminado de la muestra. El resultado de explotación se define como las ventas menos los gastos de explotación; el resultado neto es el resultado de explotación más otros ingresos y gastos, incluidos impuestos, amortizaciones y resultados extraordinarios.

pequeñas y medianas empresas (pymes) fue menos favorable que la de las grandes empresas, lo que sugiere que las primeras pueden ser más frágiles que las grandes empresas o que van ligeramente a la zaga de estas⁴.

Además de beneficiarse de la mejora de la disponibilidad de financiación interna, las sociedades no financieras de la zona del euro parecen haber recurrido a una gama más amplia de fuentes de financiación en los últimos años, sustituyendo la financiación bancaria por la financiación en los mercados y, en particular, mediante un uso creciente de la emisión de valores de renta fija. Este proceso de «desintermediación» comenzó en 2009 y continuó en 2010, y se tradujo en una demanda considerablemente menor de préstamos bancarios. En consecuencia, la tasa de crecimiento interanual de los préstamos, que tocó fondo en el primer trimestre del año, permaneció en niveles negativos durante 2010. Los préstamos a corto plazo se resintieron particularmente, ya que la caída de la demanda se vio amplificada por la sustitución de préstamos de corto plazo por préstamos a largo plazo que se está produciendo. En promedio, la tasa de crecimiento interanual

de los préstamos a corto plazo (es decir, los préstamos con un tipo fijo inicial a un plazo inferior a un año) descendió hasta casi el -9% en 2010, mientras que la de los préstamos a largo plazo (esto es, los préstamos con plazo fijo inicial de más de cinco años) se mantuvo positiva y se situó en torno al 3%. No obstante, si se tiene en cuenta la especial severidad de la recesión reciente y este proceso de sustitución, la evolución del crecimiento de los préstamos a las empresas parece haber seguido siendo acorde, en líneas generales, con regularidades históricas del ciclo económico. El impacto de la crisis financiera fue significativo, pero no se tradujo en una interrupción brusca de la concesión de crédito a la economía. Durante el año, las entidades de crédito comenzaron a indicar un menor grado de endurecimiento de los criterios aplicados para la aprobación de préstamos a las empresas, debido fundamentalmente a la menor contribución de factores de riesgo como la situación económica general o el riesgo de impago de los prestatarios (véase recuadro 4).

4 Véase la «Encuesta sobre el acceso a la financiación de las pequeñas y medianas empresas en la zona del euro», BCE, octubre de 2010 (disponible en el sitio web del BCE).

Recuadro 4

INTERPRETACIÓN DE INDICADORES BASADOS EN ENCUESTAS DE LOS CRITERIOS DE APROBACIÓN APLICADOS A LOS PRÉSTAMOS A LAS EMPRESAS

La crisis financiera provocó un endurecimiento excepcional de los criterios aplicados por las entidades de crédito de la zona del euro para la aprobación de préstamos al sector privado, y en particular a las sociedades no financieras, en 2008. Desde 2009, estos criterios han seguido endureciéndose aunque gradualmente en menor medida. En este recuadro se analiza detalladamente la evolución de indicadores basados en encuestas de los citados criterios de aprobación, principalmente en 2010, y se realiza una interpretación de cuál es la medida en la que pueden aportar evidencia respecto a restricciones en la oferta de crédito.

Normalización progresiva de los indicadores basados en encuestas de los criterios de aprobación aplicados a los préstamos

Los detallados resultados de la encuesta sobre préstamos bancarios que publica el BCE incluyen los porcentajes netos de entidades de crédito que señalan un endurecimiento de los criterios de aprobación aplicados a los préstamos a las sociedades no financieras, calculados como la diferencia entre el porcentaje de entidades que ha indicado que los criterios de concesión de

los préstamos se han endurecido en cierta medida o considerablemente y el que ha respondido que se han relajado en cierta medida o considerablemente. Por tanto, una cifra positiva señala un endurecimiento neto y una cifra negativa indica una relajación neta de los criterios de aprobación. Durante las turbulencias en los mercados financieros, el porcentaje neto de entidades participantes en la encuesta que señaló que los criterios de aprobación se habían endurecido aumentó considerablemente, hasta el 64% a finales de 2008. Desde entonces, este porcentaje neto ha disminuido gradualmente sin que, no obstante, se haya pasado a una relajación de los criterios de aprobación. En 2010, las entidades de crédito de la zona del euro mantuvieron una posición de endurecimiento moderado durante todo el año, y el porcentaje neto de entidades que respondió que había endurecido los criterios fluctuó en niveles ligeramente por debajo de la media de largo plazo (véase gráfico A).

Sin embargo, en el segundo trimestre del año, en contraposición a las expectativas, la tendencia a la baja observada en el endurecimiento neto de los criterios de aprobación de los préstamos a empresas se invirtió temporalmente, en un entorno de tensiones provocadas por la crisis de la deuda soberana. Después de esta evolución negativa de los criterios en el segundo trimestre de 2010, los datos correspondientes al segundo semestre del año apuntaron a una estabilización, con un 4% de entidades, seguido de un 0%, que indicaron que los criterios de aprobación se habían endurecido, en términos netos.

Las presiones sobre las ratios de capital y las posiciones de financiación asociadas a las turbulencias financieras que comenzaron a mediados de 2007 han llevado a las entidades de crédito de la zona del euro a revisar sus ratios de apalancamiento. En general, las entidades se han encontrado en una situación que ha hecho que tengan que desprenderse de activos, empezando con aquellos más líquidos y a más corto plazo, mientras que el crédito a las empresas y los hogares, como activos a más largo plazo, figuran al final de la lista de activos de los que prescindir. Generalmente, estos activos sólo pueden reducirse mediante la ejecución de los préstamos existentes o imponiendo restricciones a los nuevos préstamos. Por tanto, parte del endurecimiento de los criterios observado recientemente puede explicarse por estas restricciones «puras» por el lado de la oferta de préstamos relacionadas con la preocupación en torno al balance de las entidades. Los resultados detallados de la encuesta indican que, en 2010, la percepción de los riesgos, es decir, la valoración de las entidades del posible impacto de las condiciones macroeconómicas sobre los perfiles de riesgo y la solvencia de los prestatarios, realmente desempeñaron un destacado papel a la hora de explicar el endurecimiento de los criterios aplicados para la aprobación del crédito. En comparación con 2008 y 2009, las restricciones «puras» por el lado de la oferta parecen proporcionar difícilmente una explicación del endurecimiento de los criterios de aprobación, lo que apunta a una normalización gradual de la disposición de las entidades a conceder préstamos al sector privado. Es probable que esto siga contribuyendo a reducir el riesgo de que se produzca una contracción del crédito, que no se materializó como consecuencia del desplome

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

(porcentaje neto de entidades que han contribuido al endurecimiento de los criterios)



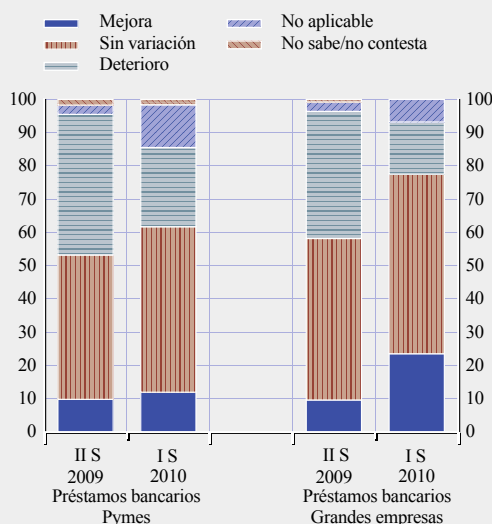
Fuente: Encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro.

de la demanda de préstamos, mientras que el impacto de las restricciones «puras» asociadas a la oferta quedó limitado por las medidas de política monetaria no convencionales adoptadas por el BCE.

La evidencia procedente de la encuesta sobre préstamos bancarios puede complementarse con los resultados de la encuesta sobre el acceso a la financiación de las pequeñas y medianas empresas (pymes). La encuesta sobre el acceso a la financiación más reciente, que abarcó el período comprendido entre marzo y septiembre de 2010, apuntó a una ligera mejora de la disponibilidad de préstamos bancarios (véase gráfico B). En términos netos, se mantuvo la percepción de las pymes de que, en general, la disponibilidad de préstamos había empeorado, pero el número de empresas que señaló que se había deteriorado se redujo a la mitad en comparación con las encuestas realizadas en 2009. En cuanto a las grandes empresas, el porcentaje que indicó que la disponibilidad de préstamos bancarios había mejorado fue superior al que señaló que había empeorado. Los resultados de la encuesta también apuntaron a una mayor tasa de éxito en las solicitudes de préstamos bancarios y a que la disposición de las entidades a conceder nuevos préstamos había mejorado levemente.

Gráfico B Disponibilidad de préstamos bancarios a empresas de la zona del euro

(porcentaje de encuestados)



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

Nota: El primer semestre (I S) de 2010 corresponde al período comprendido entre marzo y septiembre de 2010.

Una interpretación alternativa de los resultados de la encuesta relativos a los criterios de aprobación de los préstamos

Aunque los resultados de las encuestas de 2010 señalan una normalización paulatina de los criterios aplicados para la aprobación de préstamos, se ha de destacar que estos resultados se centran en los cambios y que no se proporciona directamente una valoración del nivel de los citados criterios. Dado que los criterios de aprobación se han endurecido de forma continuada durante más de dos años, se puede plantear la pregunta de si el nivel de los criterios puede influir en la oferta total de crédito y de qué manera.

En principio, el nivel de los criterios de aprobación se puede aproximar acumulando en el tiempo las variaciones porcentuales netas de las condiciones del crédito. De este modo se aprecia una tendencia al alza en la serie, lo que puede indicar un sesgo hacia el endurecimiento de los criterios en las respuestas de las entidades. El mismo fenómeno puede observarse en la encuesta de Estados Unidos equivalente a la encuesta sobre préstamos bancarios de la zona del euro, la «Senior Loan Officer Opinion Survey on Bank Lending Practices». Se puede suponer que la media de largo plazo de los criterios de aprobación (que se sitúa en un endurecimiento medio, en términos netos, del 16%) es una medida muy simple de este sesgo. Al mismo tiempo, dado

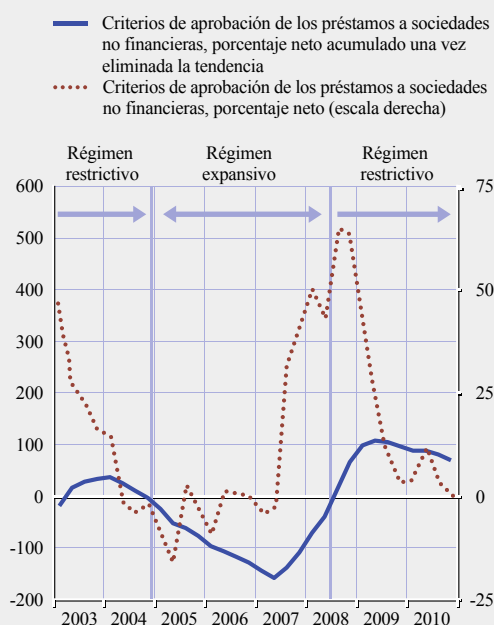
que el período de observación disponible es relativamente corto, esta media de largo plazo incluye más ciclos de endurecimiento que de relajación de los criterios y, por tanto, puede sobrestimar el sesgo real. Una vez eliminada la tendencia para tener en cuenta el posible sesgo, los criterios de aprobación acumulados pueden utilizarse para definir distintos regímenes en lo que se refiere a los criterios de aprobación de los préstamos, en los que las desviaciones negativas con respecto a la tendencia indican una orientación expansiva de los criterios y las desviaciones positivas una orientación restrictiva.

A partir de este análisis, el período comprendido entre 2003 y 2004 puede identificarse como un período con un «régimen restrictivo en lo que respecta a los criterios de aprobación» de los préstamos a empresas, mientras que el período comprendido entre principios de 2005 y mediados de 2008 corresponde a un período con un «régimen expansivo en lo que se refiere a los criterios de aprobación» (véase gráfico C).

Posteriormente, el indicador apunta a un nuevo período de restricción del crédito, y a finales de 2010 se mantenía bastante por encima de su tendencia histórica.

En general, el endurecimiento de los criterios de aprobación tiende a frenar el crecimiento de los préstamos, mientras que la relajación de los criterios genera un aumento del crecimiento. La evidencia empírica obtenida utilizando el indicador de nivel puso de manifiesto efectos no lineales adicionales. En concreto, el impacto de los criterios de aprobación sobre el crecimiento de los préstamos parece mitigarse en función del régimen de criterios de aprobación aplicado: en un régimen de criterios restrictivos, el impacto negativo del endurecimiento neto de los criterios de aprobación sobre el crecimiento de los préstamos no es tan acusado como durante un período con un régimen de criterios expansivos (por ejemplo, entre mediados de 2007 y 2008). De igual modo, el efecto positivo sobre el crecimiento de los préstamos de una relajación neta de los criterios de aprobación es moderado en un régimen restrictivo, y es necesario un período más prolongado de relajación continuada de los criterios para que el impacto sobre el crecimiento de los préstamos sea positivo. Esto parece pertinente para la evolución observada en 2010. Debido al impacto retardado del endurecimiento de los criterios de aprobación y a los efectos no lineales que se advierten, los resultados de las encuestas sobre préstamos bancarios realizadas en 2010 apuntan a un posible efecto negativo de los factores asociados a la oferta sobre el crecimiento de los préstamos más allá de finales de 2010 y en el primer semestre de 2011, pese a la aparente normalización de los cambios en los criterios de aprobación. De cara al futuro, subsiste el reto de ampliar la disponibilidad de crédito al sector privado cuando se estabilice la demanda.

Gráfico C Regímenes restrictivos y expansivos en lo que respecta a los criterios de aprobación de los préstamos y criterios de aprobación de los préstamos a las sociedades no financieras de la zona del euro



Fuente: BCE.

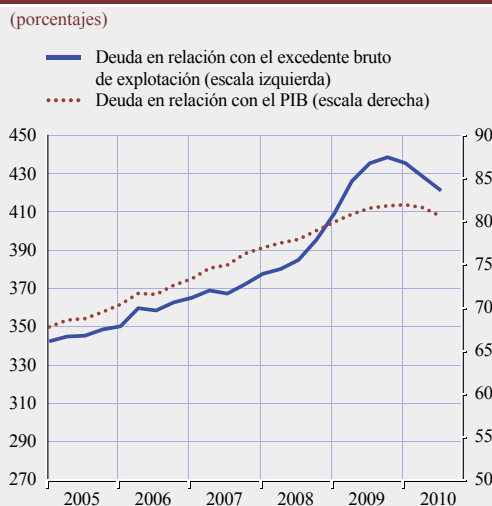
El crecimiento interanual de la emisión de valores de renta fija registró un máximo del 12,3% en el primer trimestre de 2010, y durante el resto del año se redujo gradualmente. La intensa demanda de los inversores durante la mayor parte del año puede haberse visto favorecida por la búsqueda de rendimientos de las inversiones, y por la mejora de los balances de las empresas. En el segmento de alta rentabilidad, las emisiones alcanzaron máximos históricos en 2010. Al mismo tiempo, la emisión de acciones cotizadas se mantuvo contenida y tendió a disminuir, posiblemente moderada por el aumento del coste de emisión de este tipo de valores.

DISMINUCIÓN DEL ENDEUDAMIENTO DE LAS EMPRESAS

Como el repunte de los beneficios empresariales no fue acompañado de un aumento significativo de la inversión ni por un crecimiento vigoroso de la remuneración de los asalariados, la recuperación de los flujos de renta se tradujo en un acusado incremento de la tasa de ahorro del sector de sociedades no financieras de la zona del euro, que continuó durante 2010. En el segundo trimestre del año, la tasa de crecimiento de los activos totales pasó a ser positiva por primera vez desde principios de 2009, impulsada por la acumulación de efectivo. Como consecuencia de los esfuerzos de desapalancamiento de las empresas y del rápido aumento del ahorro empresarial en relación con el PIB, la brecha de financiación (en un sentido amplio, la medida en que las sociedades no financieras necesitan recurrir a fuentes externas para financiar sus inversiones) pasó a ser positiva en 2010, por primera vez en más de una década, lo que automáticamente sugiere que las empresas disponían de suficientes fondos internos para cubrir sus necesidades de financiación de inversiones.

En consecuencia, el endeudamiento de las empresas se redujo considerablemente en 2010 (véase gráfico 22). En el tercer trimestre del año, las ratios de deuda en relación con el PIB y con el excedente bruto de explotación cayeron hasta el 80,6% y el 421,1%, respectivamente. No obstante, las tasas de impago previstas para

Gráfico 22 Ratios de endeudamiento de las sociedades no financieras



Fuentes: BCE, Eurostat y cálculos del BCE.

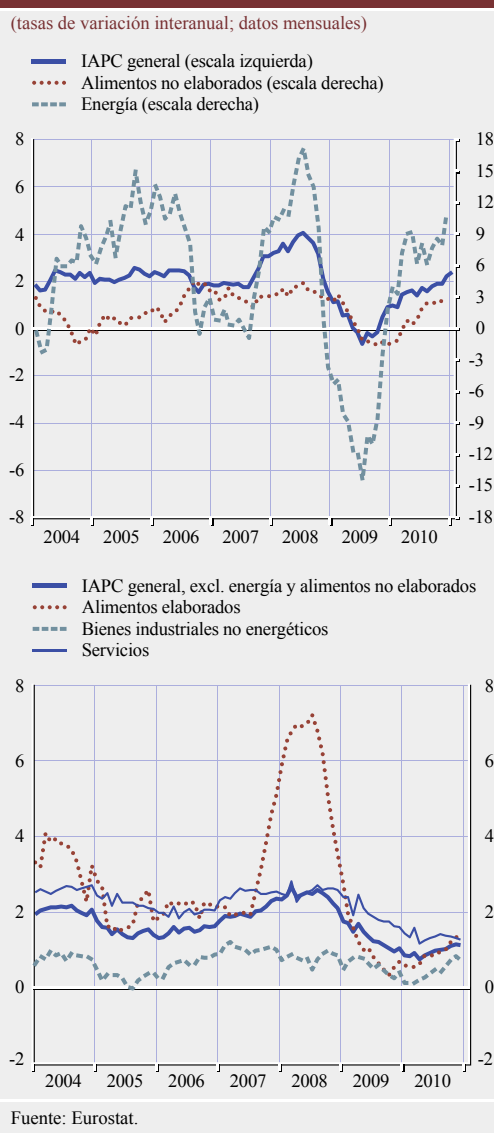
Notas: Los datos de endeudamiento proceden de las cuentas trimestrales europeas por sectores, e incluyen préstamos, valores de renta fija emitidos y reservas de los fondos de pensiones. La información incluida abarca hasta el tercer trimestre de 2010.

las empresas de la zona del euro se mantuvieron en cotas muy elevadas durante la mayor parte de 2010. De hecho, las ratios de deuda permanecen en niveles muy cimienta vigo de altos, en términos históricos, y sugieren que el sector empresas de la zona sigue siendo vulnerable a los aumentos de los costes de financiación externa o a la moderación de la actividad económica.

2.3 EVOLUCIÓN DE LOS PRECIOS Y COSTES

En 2010, la inflación interanual, medida por el IAPC, se elevó, en promedio, hasta el 1,6%, tras haber descendido hasta el 0,3% en 2009, desde el 3,3% alcanzado en 2008 (véase cuadro 1). Este aumento refleja una tendencia hacia la normalización en la evolución de los precios, que se caracterizó por una inflación interanual, medida por el IAPC, positiva en 2010, en contraste con las cifras negativas registradas en el período comprendido entre junio y octubre de 2009. Aunque la inflación interanual, medida por el IAPC, se situó en 2010 por debajo de la media del 2% observada desde 1999, comenzó a aumentar hacia el final del año.

Gráfico 23 Principales componentes del IAPC



El aumento de la inflación, medida por el IAPC, observado en 2010 fue resultado, en gran medida, de la fuerte subida de los precios de las materias primas (especialmente de los del crudo), en comparación con los reducidos niveles registrados en 2009 (véase gráfico 23). A su vez, la evolución de los precios de las materias primas fue reflejo de la recuperación experimentada

tras la recesión económica mundial de 2009, durante la cual estos precios habían bajado. La contribución del incremento de los precios de las materias primas a la inflación, medida por el IAPC, registrada en 2010 compensó ampliamente las menores presiones ejercidas sobre los precios de los servicios, que sufrieron con retraso la grave recesión y el deterioro de la situación de los mercados de trabajo observados en 2009. Tras reducirse gradualmente a lo largo de 2009, la inflación interanual de los precios de los servicios disminuyó ligeramente a comienzos de 2010 y se mantuvo relativamente estable posteriormente.

Por lo que se refiere al crecimiento de los salarios en 2010, existen indicios de que, como consecuencia de la estabilización de la situación en los mercados de trabajo, los costes laborales tocaron fondo. La tasa de crecimiento de la remuneración por asalariado registrada en 2010 fue comparable a la observada el año anterior y fue superada por la de la productividad del trabajo por persona ocupada, con lo que los costes laborales unitarios disminuyeron y los márgenes empresariales se ampliaron. No obstante, el crecimiento de los salarios negociados se moderó de forma significativa, probable reflejo de la respuesta retardada de los acuerdos contractuales a la situación del mercado. El crecimiento de los salarios por hora también descendió notablemente, como resultado, en cierta medida, del efecto del aumento de las horas trabajadas.

Las percepciones de los consumidores acerca de la inflación y sus expectativas a corto plazo se intensificaron en 2010 con respecto a los bajos niveles registrados en 2009. Las expectativas de inflación a largo plazo recogidas en las encuestas permanecieron muy estables, lo que indica que siguieron firmemente ancladas al objetivo del Consejo de Gobierno de mantener las tasas de inflación en un nivel inferior, aunque próximo, al 2% a medio plazo.

Cuadro I Evolución de los precios

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

	2008	2009	2010	2009 IV	2010 I	2010 II	2010 III	2010 IV	2010 Dic.	2011 Ene.
IAPC y sus componentes										
Índice general ¹⁾	3,3	0,3	1,6	0,4	1,1	1,5	1,7	2,0	2,2	2,4
Energía	10,3	-8,1	7,4	-3,2	4,8	8,1	7,3	9,1	11,0	.
Alimentos no elaborados	3,5	0,2	1,2	-1,5	-0,8	0,7	2,3	2,8	3,2	.
Alimentos elaborados	6,1	1,1	0,9	0,5	0,6	0,8	0,9	1,3	1,5	.
Bienes industriales no energéticos	0,8	0,6	0,4	0,3	0,1	0,3	0,5	0,8	0,7	.
Servicios	2,6	2,0	1,4	1,7	1,5	1,2	1,4	1,3	1,3	.
Otros indicadores de precios y costes										
Precios industriales ²⁾	6,1	-5,1	2,9	-4,7	-0,1	3,0	4,0	4,7	5,3	.
Precios del petróleo (euro/barril) ³⁾	65,9	44,6	60,7	51,2	56,0	62,6	59,6	64,4	69,6	72,6
Precios de las materias primas ⁴⁾	2,0	-18,5	44,7	3,1	29,0	48,2	51,5	48,6	49,6	45,7

Fuentes: Eurostat, Thomson Reuters, Hamburg Institute of International Economics y cálculos del BCE.

Nota: Los datos del IAPC correspondientes a 2011 incluyen Estonia.

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

2) Excluida la construcción.

3) Brent (para entrega en un mes).

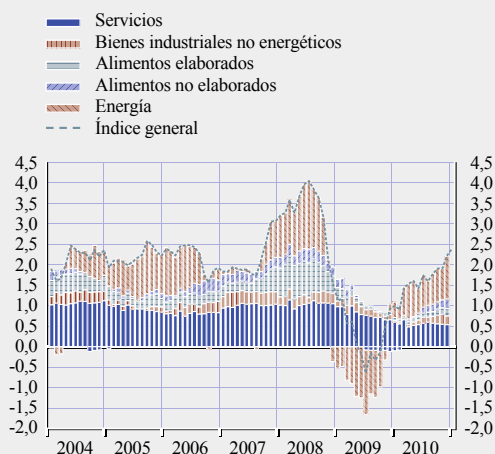
4) Excluida la energía; en euros.

AUMENTO DE LA INFLACIÓN MEDIDA POR EL IAPC, DEBIDO A LA EVOLUCIÓN DE LOS PRECIOS DE LA ENERGÍA Y LOS ALIMENTOS

El principal factor determinante del aumento de la inflación, medida por el IAPC, de la zona del euro en 2010 fue la pronunciada subida de los precios de las materias primas. Los precios de las materias primas industriales, alimentarias y, en particular, de las energéticas, aumentaron con respecto a los reducidos niveles alcanzados en 2009 (véase recuadro 5). En consecuencia, la inflación, medida por el IAPC, se elevó, pese a los efectos moderadores de la desaceleración del crecimiento de los salarios y de unos niveles de actividad todavía modestos. Las limitadas presiones sobre los costes laborales afectaron también a la inflación interanual de los precios de los servicios, que disminuyó ligeramente a principios de 2010 y se mantuvo en un nivel bastante reducido durante el resto del año (véanse cuadro 1 y gráfico 24).

Gráfico 24 Contribuciones de los principales componentes al IAPC

(contribuciones anuales en puntos porcentuales; datos mensuales)



Fuente: Eurostat.

Nota: Debido al redondeo, la suma de las contribuciones puede no coincidir con el índice general.

Recuadro 5

LA EVOLUCIÓN DE LOS PRECIOS DE LAS MATERIAS PRIMAS Y SU IMPACTO SOBRE LA INFLACIÓN, MEDIDA POR EL IAPC

Las pronunciadas fluctuaciones de los precios de las materias primas han sido un serio motivo de preocupación en los últimos años. Tras caer bruscamente como consecuencia de la crisis financiera, los precios del petróleo y de las materias primas distintas del petróleo han repuntado a partir de 2009 (véase gráfico A). Dado que los precios de las materias primas son un importante factor para la evolución de la inflación, medida por el IAPC, de la zona del euro, en este recuadro se analiza la evolución reciente y las perspectivas de los precios internacionales de las materias primas, y se evalúa su impacto sobre la inflación, medida por el IAPC, de la zona del euro, desde un punto de vista tanto conceptual como empírico.

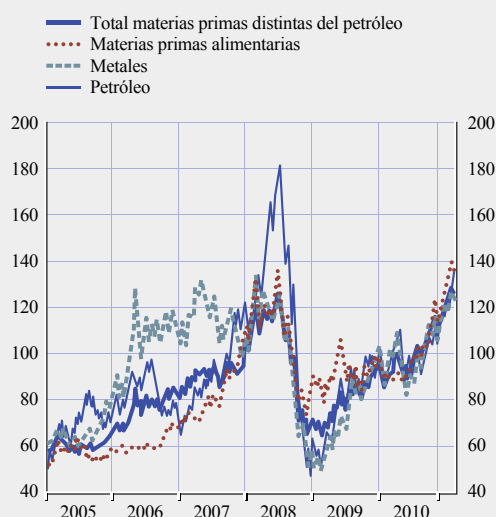
Evolución de los precios de las materias primas

Los precios del petróleo se elevaron desde los 45 dólares por barril registrados a finales de 2008 hasta los 97 dólares por barril en enero de 2011. Los precios de los metales y de las materias primas alimentarias experimentaron también una fuerte subida durante el mismo período. Estos aumentos pueden haber estado relacionados con expectativas más positivas de recuperación económica mundial. Los recortes de producción de la OPEP influyeron también en los precios del petróleo en el transcurso de 2010, mientras que es probable que el incremento de los precios de los metales y de las materias primas alimentarias haya sido reflejo del crecimiento de la demanda procedente de las economías emergentes, de la escasez de suministros y de los reducidos niveles de existencias. El papel de los flujos financieros y de la especulación en los mercados de materias primas ha sido objeto de intensos debates, aunque su impacto real es difícil de medir empíricamente.

De cara al futuro, las perspectivas a medio plazo de los precios de las materias primas estarán probablemente vinculadas a las perspectivas internacionales de la actividad económica. Cuando se afiance la recuperación económica a escala mundial, la diferencia entre la oferta y la demanda en el mercado del petróleo podría reducirse y los precios de las materias primas distintas del petróleo podrían verse sometidos a presiones al alza. Aunque es difícil prever la evolución futura de los precios de las materias primas, diversos indicadores de perspectivas futuras, como los precios de los futuros y las expectativas de los bancos de inversión y de otros expertos en previsión económica, concuerdan en apuntar a un aumento de los precios de las materias primas a medio plazo.

Gráfico A Evolución de los precios de las materias primas

(índice: 2010 = 100)



Fuentes: Bloomberg y Hamburg Institute of International Economics.

Nota: La última observación se refiere al 24 de febrero de 2011 para el petróleo y al 18 de febrero de 2011 para las demás materias primas.

Transmisión de una perturbación de los precios de las materias primas: marco conceptual

El impacto de una perturbación de los precios de las materias primas sobre los precios de consumo puede desglosarse en efectos de primera y de segunda vuelta directos e indirectos¹. Los efectos de primera vuelta directos se refieren al impacto de variaciones de los precios de las materias primas (por ejemplo, las materias primas alimentarias y el petróleo) sobre los precios de consumo de los alimentos y de la energía. Los efectos de primera vuelta indirectos se refieren a variaciones de los precios de consumo que se producen como resultado del impacto de modificaciones de los precios de las materias primas sobre los costes de producción (por ejemplo, un aumento del precio del petróleo que encarece los costes de los bienes intermedios y los precios de los bienes y servicios que tienen un importante componente de petróleo, como algunos productos químicos y servicios de transporte). Los efectos de primera vuelta impulsan al alza en el nivel de precios, pero no tienen un efecto inflacionista duradero.

Los efectos de segunda vuelta captan la reacción de los agentes que fijan los precios y salarios a una perturbación de los precios de las materias primas. Los intentos de los agentes económicos de compensar la pérdida de renta disponible causada por perturbaciones anteriores de la inflación pueden afectar a las expectativas de inflación e influir en la fijación de los precios y salarios. Así pues, una perturbación transitoria puede afianzarse y ser más difícil de erradicar. La probabilidad de que una perturbación de los precios de las materias primas genere efectos de segunda vuelta depende de varios factores, como la posición cíclica de la economía, la flexibilidad de los mercados de productos y de trabajo (especialmente, la presencia de mecanismos de indicación que afecten a la negociación salarial y a la fijación de precios), la respuesta de las expectativas de inflación y, fundamentalmente, la credibilidad del banco central.

Perturbaciones de los precios del petróleo e inflación medida por el IAPC

Las fluctuaciones de los precios del petróleo tienen un impacto directo sobre la inflación, medida por el IAPC, a través del componente energético del IAPC. La transmisión directa de las perturbaciones de los precios del petróleo a los precios de consumo de la energía antes de impuestos es generalmente completa, rápida y simétrica². Debido a que los precios de consumo de la energía, en particular los de los combustibles para transporte y para calefacción doméstica, dependen también de factores como los costes y márgenes de refino y de distribución, así como de los elevados impuestos especiales, la elasticidad de la transmisión resulta ser una función del nivel de los precios del crudo (véase cuadro). Con un precio de 20 euros por barril, la respuesta de los precios del componente energético del IAPC a un aumento del 10% de los precios del crudo es del orden del 16%; con un precio de 60 euros por barril, se sitúa en torno al 33%. Si los precios del petróleo alcanzaran los 100 euros por barril, la elasticidad superaría el 40%, partiendo del supuesto de que los márgenes de refino y de distribución y los impuestos especiales se mantengan constantes.

Es más difícil estimar los efectos indirectos y de segunda vuelta de las variaciones de los precios de la energía, y los resultados adolecen de una mayor incertidumbre. Por ejemplo, utilizando modelos simples y no estructurales, los efectos indirectos y de segunda vuelta acumulados

1 Véanse el artículo titulado «Los precios del petróleo y la economía de la zona del euro», *Boletín Mensual*, BCE, noviembre de 2004, y el recuadro titulado «Evolución reciente de los precios del petróleo y su impacto sobre los precios de la zona del euro», *Boletín Mensual*, BCE, julio de 2004.

2 Véase A. Meyler, «The pass through of oil prices into euro area consumer liquid fuel prices in an environment of high and volatile oil prices», *Energy Economics*, vol. 31, n.º 6, noviembre de 2009, pp. 867-881.

Transmisión de los precios del crudo a los precios de la energía del IAPC

(elasticidad)

Crudo (euros por barril)	Transmisión media ponderada a los precios de la energía del IAPC (%) ¹⁾	Gasolina (2,6%) ²⁾	Gasóleo (1,4%) ²⁾	Combustible para calefacción (0,7%) ²⁾	Gas natural (1,8%) ²⁾
20	16	15	19	39	24
40	26	26	32	56	39
60	33	35	41	66	49
80	38	41	48	72	56
100	42	47	54	76	61

Fuente: Cálculos de los expertos del Eurosistema.

Nota: Es probable que la media ponderada infravalore ligeramente el alcance de la transmisión ya que, al no existir una clara y robusta relación con los precios del petróleo, incorpora el supuesto de una transmisión cero para la electricidad y los combustibles sólidos.

1) Basada en impuestos (IVA, impuestos especiales y otros) a final de 2009 y en la mediana de los costes y márgenes de refinación y distribución desde 1999. Supone que los componentes de energía calórica (ponderación del 6%) y gas natural del IAPC se mueven conjuntamente.

2) Ponderación en el IAPC general.

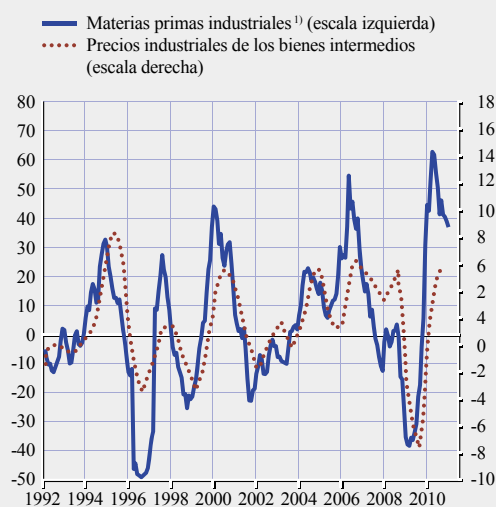
sobre la inflación, medida por el IAPC, después de tres años de aumentos del 10% del precio del petróleo, se cifran en cerca de 0,2 puntos porcentuales³. Sin embargo, modelos más complejos, en los que las expectativas desempeñan un papel formal y la respuesta del lado real de la economía, así como sus efectos sobre las variables nominales, están explícitamente recogidos, apuntan a un impacto menor, de cerca de 0,1 puntos porcentuales, siempre que la perturbación de los precios de la energía sea percibida como un fenómeno de carácter transitorio y que las expectativas de inflación permanezcan firmemente ancladas tras la variación de los precios de la energía.

Impacto de las variaciones de los precios de las materias primas industriales y alimentarias

La evidencia empírica sugiere que un aumento permanente del 10% de los precios de las materias primas industriales (por ejemplo, las materias primas agrícolas y los metales) conduce a una subida del IAPC de menos de 0,1 puntos porcentuales en 3 años, con un escaso impacto el primer año. Las materias primas industriales se emplean en la producción de una amplia gama de partidas del IAPC, como factor directo (metales para automóviles o productos textiles para prendas de vestir) o indirecto (equipos utilizados para producir bienes y servicios). En las primeras fases del proceso de producción, las materias primas industriales tienen mucha importancia y existe una clara relación retardada entre la evolución de los precios de estas materias primas y la de los precios industriales de los bienes intermedios en la zona del euro (véase gráfico B). Sin embargo, por lo que se refiere a los bienes de consumo final, la proporción del factor

Gráfico B Materias primas industriales y precios industriales de los bienes intermedios

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Hamburg Institute of International Economics, Eurostat y cálculos del BCE.

1) Las series muestran un adelanto de seis meses.

3 Energy markets and the euro area macroeconomy, Structural Issues Report, BCE, junio de 2010.

materias primas industriales es relativamente pequeña en comparación con la de otros factores como el trabajo y la energía, lo que explica que la transmisión sea relativamente reducida⁴.

Se estima que un aumento permanente del 10% de los precios de las materias primas alimentarias añade en torno a 0,5 puntos porcentuales a los precios de los alimentos del IAPC general y, considerando que los precios de los alimentos constituyen el 19,2% de la cesta del IAPC, la inflación, medida por el IAPC general, se incrementa en 0,1 puntos porcentuales en el primer año siguiente a la perturbación. Esta estimación tiene en cuenta el hecho de que, para una serie de materias primas alimentarias producidas directamente en la UE (como los cereales —trigo y maíz—, la mantequilla y la leche descremada) históricamente, los precios observados en los mercados internacionales han sido ligeramente más bajos y mucho más volátiles que los registrados en la UE. En gran medida, la diferencia es atribuible a la Política Agrícola Común, que contribuye a amortiguar la transmisión de las perturbaciones mundiales a los precios internos de la UE a través de sus mecanismos de apoyo a los precios tales como los precios de intervención y las tarifas y cuotas de importación⁵.

En general, la transmisión de las perturbaciones de los precios de las materias primas a los precios de consumo es compleja, y es resultado de muchos factores, como la fuente de la perturbación, es decir, si ha estado determinada por la demanda o la oferta, las expectativas respecto a si será transitoria o permanente, y aspectos estructurales de la economía, entre los que cabe destacar la especialización sectorial y los mecanismos de fijación de salarios y precios. Aunque la política monetaria no puede hacer mucho en relación con los efectos de primera vuelta de una perturbación de los precios de las materias primas, deben evitarse efectos de segunda vuelta. A este respecto, es fundamental instrumentar unos mecanismos más flexibles de fijación de los precios y salarios y una política monetaria creíble, para asegurar que las variaciones ocasionales de los precios de las materias primas no se traduzcan en un aumento de la inflación a medio plazo.

4 Véase B. Landau y F. Skudelny, «Pass-through of external shocks along the pricing chain: A panel estimation approach for the euro area», *Working Paper Series*, n.º 1104, BCE, noviembre de 2009.

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

Impulsado por los precios mundiales del petróleo, el componente energético del IAPC —que constituye el 9,6% del IAPC general— se elevó en 2010, registrando una media de doce meses del 7,4%, lo que supuso una inversión en relación con la caída del 8,1% observada en 2009. El impacto de este aumento fue más acusado en los precios de las partidas directamente relacionadas con los precios del petróleo, como los combustibles líquidos y los combustibles y lubricantes para vehículos privados, y más retardado en los precios de consumo del gas. Los precios de los alimentos aumentaron también, especialmente los precios de los alimentos no elaborados, que crecieron, en promedio, un 1,2% en 2010, desde el 0,2% de 2009. Además de la escalada de los precios

mundiales de las materias primas alimentarias, la inflación de los precios de consumo de los alimentos reflejó unas condiciones atmosféricas internas temporalmente adversas, que influyeron en los precios de las frutas y hortalizas. La aceleración de la inflación en los últimos meses de 2010 fue relativamente reducida en el componente de los alimentos elaborados, que incluye partidas como el pan y los cereales, con lo que la media de doce meses se situó en 2010 en el 0,9%, nivel incluso inferior al 1,1% alcanzado en 2009.

Si se excluyen los precios de la energía y de los alimentos, en 2010, la inflación media, medida por el IAPC, fue inferior a la registrada en 2009. Este descenso estuvo determinado por el efecto

moderador de factores internos sobre la inflación de los precios de los servicios, unido a la relativa estabilidad de la inflación media interanual de los precios de los bienes industriales no energéticos. Asimismo, ocultó el aumento gradual de la inflación interanual, medida por el IAPC, excluidos los alimentos y la energía, con respecto a los muy reducidos niveles alcanzados en el segundo trimestre de 2010. Este incremento fue atribuible a presiones al alza sobre los precios a lo largo de la cadena de suministro, como la subida de los precios de los bienes intermedios y de las tasas de utilización de la capacidad productiva. Por otro lado, el aumento de los impuestos indirectos y la depreciación del tipo de cambio efectivo del euro pesaron sobre la inflación interanual de los precios de los bienes industriales no energéticos, que se elevó con respecto al mínimo del 0,1% observado en el primer trimestre de 2010, hasta situarse en el 0,7% en diciembre. El incremento de los precios de los bienes industriales no energéticos se vio mitigado, en alguna medida, por una evolución moderada de los costes laborales. En contraste con la elevación de la inflación de los precios de los bienes industriales no energéticos registrada en el transcurso de 2010, la inflación interanual de los precios de los servicios no experimentó cambios significativos a lo largo del año, tras disminuir ligeramente a principios de 2010. En consecuencia, la inflación interanual de los precios de los servicios siguió moderándose en el conjunto del año 2010, situándose en el 1,4%, frente al 2% de 2009. El descenso de la tasa de variación de los precios de los servicios fue bastante generalizada, reflejo de presiones más contenidas sobre los costes y de una mayor competencia ante la relativa debilidad de la demanda. Una excepción fue el caso de los servicios de comunicación, cuya contribución, que es habitualmente negativa, lo fue algo menos.

SUBIDA DE LOS PRECIOS INDUSTRIALES EN 2010

A lo largo de 2010 se produjeron presiones al alza sobre los precios a lo largo de la cadena de suministro, como resultado, principalmente, de una mayor demanda mundial de materias primas. En consecuencia, en varias fases de la

cadena de producción se observó un incremento de los precios industriales, que fue ampliado por los efectos de base derivados de la reducción de la actividad y del aumento de la competencia en 2009.

La tasa de crecimiento interanual de los precios industriales, excluida la construcción, de la zona del euro aumentó un 2,9% en 2010, frente al descenso del 5,1% registrado en 2009. El principal factor determinante de este aumento fue el precio del petróleo, que elevó la tasa de variación interanual de los precios industriales de la energía hasta el 6,4% en 2010, frente a la reducción del 11,8% observada en 2009.

Si se excluyen la construcción y la energía, la tasa de crecimiento interanual de los precios industriales se elevó también, aunque en mucha menor medida (1,6% en 2010, en comparación con una caída del 2,9% registrada en 2009). Este giro fue especialmente acusado en el componente de los bienes intermedios y menor en los componentes de bienes de consumo y de bienes de equipo (véase gráfico 25).

Gráfico 25 Detalle de los precios industriales

(tasas de variación interanual; datos mensuales)



Fuente: Eurostat.

MODERADA EVOLUCIÓN DE LOS COSTES LABORALES

Los indicadores de costes laborales de la zona del euro apuntaron a una evolución moderada en el transcurso de 2010, con algunas señales de que los salarios tocaron fondo. Mientras que las tasas de crecimiento interanual de los salarios negociados y de los salarios por hora disminuyeron considerablemente, en 2010, el crecimiento de la remuneración por asalariado se situó en niveles comparables a las bajas cotas registradas el año anterior.

En el transcurso de 2010, la tasa de crecimiento interanual de los salarios negociados se redujo notablemente, hasta situarse en el 1,6% en el cuarto trimestre de 2010, frente al 2,6% observado en 2009. Este indicador recoge el principal componente de los salarios acordados previamente en los convenios colectivos. Su desaceleración puede ser reflejo de la respuesta retardada de los acuerdos contractuales al deterioro de la situación de los mercados de trabajo, que redujo el poder de negociación de los trabajadores (véase cuadro 2).

En el tercer trimestre de 2010, la tasa de crecimiento interanual de la remuneración por asalariado se situó en el 1,5%, sin cambios con respecto al nivel registrado en 2009. El crecimiento de la remuneración por asalariado fue más acelerado en tres clases de actividades, concretamente, en la industria excluida la construcción, en los servicios de mercado relacionados con el comercio y el transporte, y en los servicios de mercado relacionados con las actividades financieras y empresariales.

Gráfico 26 Remuneración por asalariado, por sectores

(tasas de variación interanual; datos trimestrales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

En los demás sectores, el crecimiento de la remuneración por asalariado disminuyó (véase gráfico 26).

Al igual que con los salarios negociados, la tasa de crecimiento interanual de los costes laborales por hora se desaceleró de forma significativa, contrariamente a lo observado en 2009, año en el que los aumentos de los salarios por hora siguieron siendo pronunciados. El descenso del crecimiento de los salarios por hora puede reflejar, en parte, el impacto del aumento del número de horas trabajadas, que no supone necesariamente una mayor remuneración por asalariado, en el contexto de los diversos planes

Cuadro 2 Indicadores de costes laborales

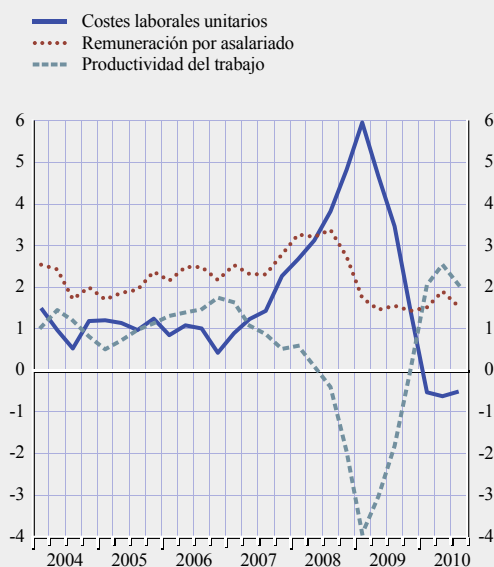
(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

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

Fuentes: Eurostat, datos nacionales y cálculos del BCE.

Gráfico 27 Costes laborales en la zona del euro

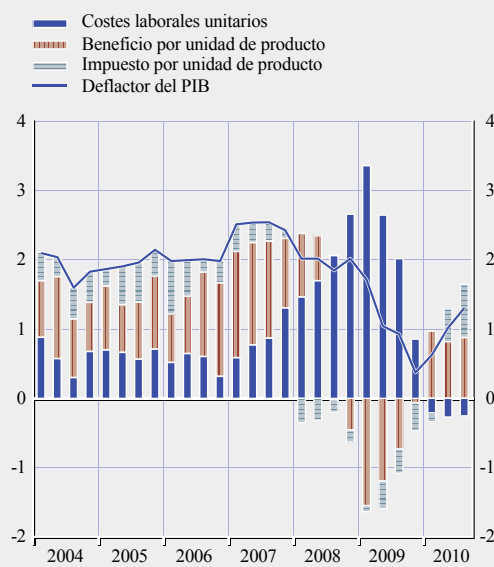
(tasas de variación interanual; datos trimestrales)



Fuente: Eurostat.

Gráfico 28 Descomposición del deflactor del PIB

(tasas de variación interanual; puntos porcentuales)



Fuente: Eurostat.

de horas de trabajo (como los sistemas flexibles de cuentas de horas y los planes de reducción de las horas de trabajo subvencionados por el Gobierno). La caída de la tasa de crecimiento interanual de los costes laborales por hora en el transcurso de 2010 estuvo determinada por las actividades industriales. En 2009, el sector industrial registró el mayor crecimiento de los salarios por hora y utilizó de forma intensiva los sistemas de cómputo flexible de las horas trabajadas.

En la zona del euro, el crecimiento de la productividad del trabajo por asalariado superó las ganancias en la remuneración por asalariado, lo que supuso la reducción de los costes laborales unitarios y la ampliación de los márgenes empresariales. El crecimiento interanual de la productividad del trabajo por asalariado se elevó, en promedio, hasta el 2,2% en los tres primeros trimestres de 2010, frente al descenso del 2,3% registrado en 2009. Dada la evolución de la remuneración por asalariado, los costes laborales unitarios cayeron un 0,5% desde principios de año hasta el tercer trimestre de 2010, frente

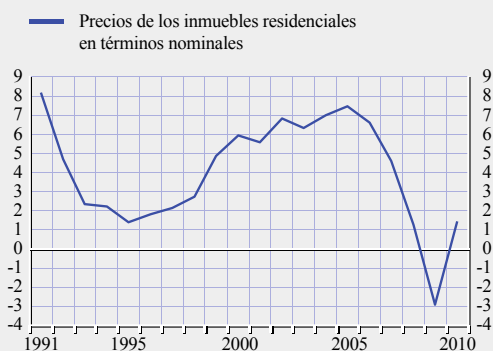
al incremento del 3,9% observado en 2009 (véase gráfico 27). En paralelo con esta reducción de los costes laborales unitarios, los márgenes de explotación se recuperaron, fortaleciéndose la capacidad para fijar precios que atestigua el aumento gradual de la tasa de crecimiento interanual del deflactor del PIB. Este último aumento reflejó también una contribución positiva del componente de impuesto por unidad de producto a partir del segundo trimestre de 2010 (véase gráfico 28).

AUMENTO DE LOS PRECIOS DE LOS INMUEBLES RESIDENCIALES

Los precios de los inmuebles residenciales de la zona del euro, que no se incluyen en el IAPC, aumentaron un 2,4% desde principios de año hasta el tercer trimestre de 2010, tras caer un 2,9% en 2009 (véase gráfico 29). Sin embargo, el incremento general registrado desde el inicio de 2010 oculta una evolución divergente entre las regiones y los países de la zona del euro, en algunos de los cuales los precios de la vivienda han seguido bajando en 2010.

Gráfico 29 Evolución de los precios de los inmuebles residenciales en la zona del euro

(tasas de variación interanual, datos anuales)



Fuente: Cálculos del BCE basados en datos nacionales no armonizados.

Nota: Los datos relativos a 2010 corresponden al período hasta el tercer trimestre.

inflación a largo plazo (a cinco años vista) basadas en las encuestas se situaron en un nivel próximo al 2%. Según la EPE, las expectativas de inflación de los encuestados para 2015 se mantuvieron en un estrecho intervalo comprendido entre el 1,9% y el 2% en el transcurso de 2010. Los indicadores basados en el mercado, como reflejan las tasas de inflación implícitas obtenidas de los bonos indicados con la inflación y los tipos de interés de los *swaps* indicados con la inflación, apuntaron también a que las expectativas de inflación seguían firmemente ancladas.

2.4 PRODUCTO, DEMANDA Y MERCADO DE TRABAJO

EL PIB DE LA ZONA DEL EURO SE RECUPERÓ EN 2010

El PIB real de la zona del euro creció un 1,9% desde principios de año hasta el tercer trimestre de 2010, tras haber experimentado una significativa contracción del 4,1% en 2009 (véase cuadro 3). La recuperación de la actividad

EVOLUCIÓN DE LAS EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN

La información procedente de Consensus Economics, el Barómetro de la Zona del Euro y la encuesta del BCE a expertos en previsión económica (EPE) indica que las expectativas de

Cuadro 3 Composición del crecimiento del PIB real

(tasas de variación, salvo indicación en contrario; datos desestacionalizados)

	Tasas interanuales ¹⁾								Tasas intertrimestrales ²⁾				
	2008	2009	2010	2009 IV	2010 I	2010 II	2010 III	2010 IV	2009 IV	2010 I	2010 II	2010 III	2010 IV
Producto interior bruto real	0,4	-4,1	.	-2,0	0,8	2,0	1,9	2,0	0,2	0,4	1,0	0,3	0,3
Del cual:													
Demanda interna ³⁾	0,4	-3,4	.	-2,8	0,4	2,1	1,9	.	-0,1	0,9	0,9	0,2	.
Consumo privado	0,4	-1,1	.	-0,4	0,4	0,6	1,0	.	0,3	0,3	0,2	0,1	.
Consumo público	2,4	2,4	.	1,7	1,1	0,6	0,4	.	-0,1	0,1	0,2	0,4	.
Formación bruta de capital fijo	-0,8	-11,4	.	-9,6	-5,0	-0,8	0,2	.	-1,2	-0,4	2,0	-0,3	.
Variación de existencias ^{3),4)}	-0,2	-0,8	.	-0,8	1,0	1,7	1,2	.	0,0	0,7	0,4	0,1	.
Demanda exterior neta ³⁾	0,1	-0,7	.	0,7	0,3	-0,1	0,0	.	0,3	-0,5	0,1	0,2	.
Exportaciones ⁵⁾	1,0	-13,2	.	-5,3	5,7	11,7	11,3	.	2,0	2,6	4,4	1,9	.
Importaciones ⁵⁾	0,8	-11,9	.	-7,1	4,8	12,4	11,7	.	1,2	4,2	4,3	1,5	.
Valor añadido bruto real													
Del cual:													
Industria (excluida la construcción)	-2,2	-13,3	.	-6,8	3,6	6,8	5,2	.	0,6	2,0	2,0	0,4	.
Construcción	-1,2	-5,9	.	-5,8	-6,6	-4,2	-3,1	.	-1,7	-1,6	0,8	-0,7	.
Servicios de mercado ⁶⁾	1,5	-3,1	.	-1,9	0,7	1,4	1,7	.	0,1	0,5	0,7	0,4	.

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: Los datos están desestacionalizados y parcialmente ajustados por días laborables, dado que no todos los países de la zona del euro proporcionan series trimestrales de contabilidad nacional ajustadas por días laborables.

1) Tasa de variación respecto al mismo período del año anterior.

2) Tasa de variación respecto al trimestre anterior.

3) Contribución al crecimiento del PIB real; en puntos porcentuales.

4) Incluye las adquisiciones menos las cesiones de objetos valiosos.

5) Las importaciones y las exportaciones corresponden al comercio de bienes y servicios e incluyen también las que se realizan entre los países de la zona del euro. En la medida en que el comercio entre estos países no queda eliminado en estas cifras de importaciones y exportaciones de la contabilidad nacional, estos datos no son directamente comparables con las cifras de la balanza de pagos.

6) Incluye comercio y reparaciones, hostelería, transporte y comunicaciones, intermediación financiera, servicios inmobiliarios y de alquiler y actividades empresariales.

en 2010 tuvo varias causas. En primer lugar, las exportaciones de la zona del euro se vieron favorecidas por la recuperación de la demanda y de la actividad a escala mundial. En segundo lugar, la contribución de las existencias fue positiva, especialmente en el primer semestre del año, al observarse una desaceleración en el ritmo de reducción de existencias de las empresas. En tercer lugar, la demanda interna, excluidas las existencias, mostró una recuperación moderada, al seguir creciendo el consumo público, y dejar de contraerse la inversión y el consumo privados como había sucedido en 2009, aunque el crecimiento de estas dos últimas variables fue débil, en términos interanuales, en el tercer trimestre de 2010. La mejora de la inversión y el consumo privados se debió, en parte, a un aumento de la confianza con respecto a los niveles anteriores, muy reducidos. La recuperación de la actividad económica en la zona del euro ha estado respaldada también por la orientación acomodaticia de la política monetaria y las medidas adoptadas para restablecer el funcionamiento del sistema financiero.

CRECIMIENTO DEL PIB APOYADO FUNDAMENTALMENTE EN LAS EXPORTACIONES Y LAS EXISTENCIAS

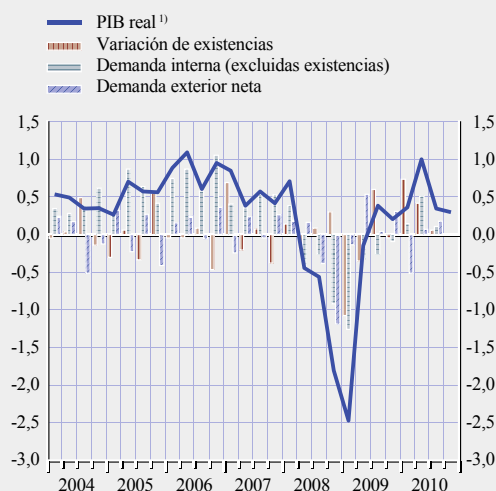
La expansión económica de 2010 se vio impulsada principalmente por las exportaciones y las existencias. El consumo público siguió aumentando mientras que tanto la inversión como el consumo privados mostraron un crecimiento interanual moderado en el tercer trimestre de 2010, tras haberse contraído en 2009. La contribución positiva de las existencias se limitó fundamentalmente al primer semestre del año, ya que las empresas decidieron desacumular existencias a un ritmo más lento que en 2009. Las exportaciones de la zona se beneficiaron de la mejora del entorno exterior asociada a la moderación de la crisis financiera. Este hecho dio lugar a un crecimiento más intenso tanto en los países desarrollados como en los emergentes. El impulso de la demanda exterior provocó un incremento particularmente acusado de las exportaciones durante 2010. No obstante, este aumento no se tradujo en una contribución

positiva de la demanda exterior neta, debido al crecimiento de las importaciones, que prosiguió a un ritmo ligeramente más rápido. La inversión y el consumo privados reanudaron la senda de crecimiento positivo, pero no se recuperaron totalmente del impacto derivado de la reciente crisis financiera, carente de precedentes, y de la recesión económica (véase gráfico 30).

El crecimiento del consumo privado fue positivo, registrando una tasa del 1% desde principios de año hasta el tercer trimestre de 2010, tras la contracción del 1,1% observada en 2009. Esta recuperación se basó en el crecimiento de la renta real disponible y en una reducción del ahorro por motivos de precaución, a causa de una disminución de la incertidumbre, como consecuencia de la progresiva estabilización observada en el mercado de trabajo. Los efectos renta derivados de la mejora de los mercados de activos podrían haber constituido también un factor determinante de esta recuperación (véase recuadro 6). El avance del consumo privado se vio acompañado de una mejora de la confianza de los consumidores en 2010 (véase gráfico 31). Mientras que la renta real

Gráfico 30 Contribuciones al crecimiento trimestral del PIB real

(contribuciones trimestrales en puntos porcentuales; datos desestacionalizados)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

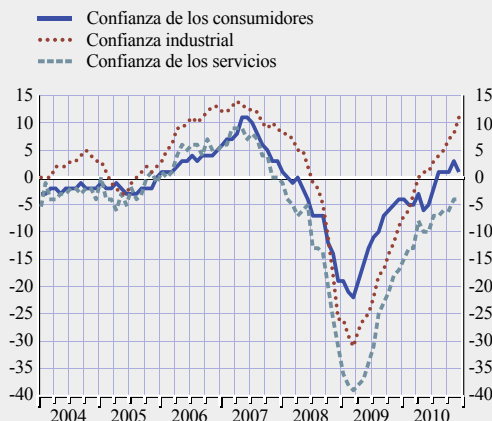
1) Tasa de variación respecto al trimestre anterior.

disponible, en su conjunto, contribuyó al crecimiento del consumo privado, la situación del mercado de trabajo, todavía débil, fue el principal factor limitador de la recuperación del gasto de los hogares. El consumo privado se vio especialmente lastrado por la demanda de automóviles por parte de los hogares, que siguió disminuyendo. No obstante, esta disminución ocultó importantes divergencias entre los países, que pueden remontarse, en parte, a diferencias en la retirada de los paquetes de estímulo fiscal –en concreto, de los planes de sustitución de automóviles–.

El crecimiento del consumo público siguió sosteniendo la actividad económica en 2010, pero fue más moderado que en 2009. La moderación observada en esta variable fue consecuencia de los esfuerzos de consolidación encaminados a limitar el deterioro de los saldos presupuestarios públicos.

Gráfico 31 Indicadores de confianza

(saldos netos; datos desestacionalizados)



Fuente: Encuestas de opinión de la Comisión Europea.

Nota: Los datos se han calculado como desviaciones respecto a la media desde enero de 1985 para los indicadores de confianza industrial y de los consumidores, y desde abril de 1995 para el indicador de confianza de los servicios.

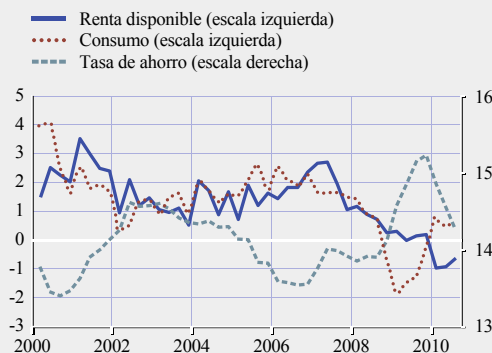
Recuadro 6

COMPORTAMIENTO DE LOS HOGARES DE LA ZONA DEL EURO EN MATERIA DE AHORRO

Durante la recesión de 2008-2009, la tasa de ahorro de los hogares de la zona del euro se elevó marcadamente. Sobre la base de una suma móvil de cuatro trimestres, esta tasa alcanzó el 15,2% en el cuarto trimestre de 2009, situándose 1,4 puntos porcentuales por encima del nivel registrado al inicio de la recesión en el primer trimestre de 2008. En 2010, la tasa de ahorro disminuyó, hasta situarse en el 14,2% en el tercer trimestre (véase gráfico A). En este recuadro se examinan los factores que han determinado el comportamiento de los hogares de la zona del euro en materia de ahorro durante la recesión y la actual recuperación, y se analiza la evolución probable del ahorro en el futuro.

Gráfico A Renta, consumo y ahorro de los hogares

(crecimiento interanual; porcentaje de la renta disponible)



Fuentes: Eurostat y BCE.

Nota: La tasa de ahorro se calcula en términos de medias móviles de cuatro trimestres.

Motivos teóricos del comportamiento de los hogares en materia de ahorro

La teoría sugiere varios motivos para explicar las decisiones de consumo y de ahorro de los hogares, que pueden ser difíciles de desentrañar. Un principio básico es que las personas basan su consumo en la renta real que esperan recibir a lo largo de su vida. A este respecto, el ahorro de los hogares es un medio para suavizar las fluctuaciones del consumo ante variaciones de la renta, tanto en horizontes más dilatados (por ejemplo, ahorrando para la jubilación) como en períodos más cortos (en caso de fluctuaciones temporales de la renta).

Sin embargo, las fluctuaciones de la renta pueden no ser el único factor determinante de variaciones de las tasas de ahorro. Los niveles de ahorro de algunos hogares se ven afectados por la evolución de su riqueza financiera y no financiera, ya que un aumento del valor de sus tenencias de activos netos es una importante fuente adicional de poder adquisitivo en el presente y en el futuro. También pueden verse afectados por el grado de incertidumbre en torno a la renta futura (por ejemplo, en relación con las perspectivas de empleo). Ello puede llevar a los hogares a mantener mayores reservas de efectivo, que podrán utilizar en caso de reducciones inesperadas de la renta, tendencia conocida como «ahorro por motivo de precaución». Por otra parte, las decisiones y acciones de otros agentes económicos pueden influir en las decisiones de ahorro de los hogares. Por ejemplo, los cambios en las finanzas públicas pueden ser un factor relevante: un incremento de la deuda pública puede inducir a los hogares a comportarse según la equivalencia «ricardiana», es decir, a elevar sus niveles de ahorro, al menos en cierta medida, en previsión de deudas tributarias futuras.

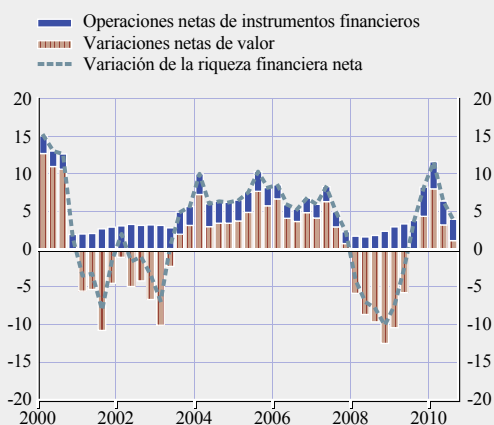
Evolución reciente del ahorro de los hogares de la zona del euro

El aumento de la tasa de ahorro durante la recesión no es fácil de conciliar con la idea de que el consumo responde con suavidad ante una reducción de la renta. Un factor clave que puede haber influido en las decisiones de ahorro de los hogares durante la recesión fue la incertidumbre acerca de las perspectivas de renta futura a la luz de la crisis financiera y de la desaceleración de la actividad económica. El empleo disminuyó de forma pronunciada durante la recesión y el desempleo creció en la zona del euro. Así pues, la seguridad del empleo fue motivo de especial preocupación para los hogares, incitándoles a reducir el gasto y aumentar el ahorro por precaución. Sin embargo, desde el final de la recesión, el indicador de confianza de la Comisión Europea sugiere que los hogares muestran un mayor optimismo respecto a la situación económica y, en particular, a la evolución del desempleo en la zona del euro. Esta puede ser una de las razones por las que las tasas de ahorro de los hogares se redujeron en 2010.

También es posible que el comportamiento de los hogares en el reciente ciclo económico se viera afectado por cambios en las expectativas respecto a la renta futura. Los hogares pueden haber llegado a esperar un descenso permanente de la riqueza inmobiliaria, como resultado de las correcciones de los mercados de la vivienda observadas en muchos países de la zona del euro. Además, las caídas registradas en los mercados de renta variable en 2008 y a principios de 2009 originaron un acusado descenso de la riqueza financiera de los hogares. Estos dos hechos impulsaron los hogares a ahorrar más. Desde entonces, los mercados financieros se han recuperado y la última información disponible sugiere que los precios de la vivienda pueden estar tocando fondo en la zona del euro en su conjunto. Estos dos factores han contribuido a un aumento (en términos interanuales) de la riqueza financiera neta de los hogares de la zona del euro (véase gráfico B) desde el último trimestre de 2009 y pueden explicar, en parte, la disminución

Gráfico B Riqueza financiera neta de los hogares

(crecimiento interanual; contribuciones al crecimiento interanual)



Fuentes: Eurostat y BCE.

del ahorro observada en 2010. Sin embargo, todavía puede existir cierta preocupación acerca del estado de los balances en algunas regiones de la zona del euro, en particular allá donde los precios de los activos y los niveles de deuda se habían elevado en los años anteriores a la crisis financiera, lo que puede haber animado a algunos hogares a seguir elevando sus tasas de ahorro.

Otra fuente de incertidumbre desde el inicio de la crisis financiera han sido las implicaciones del fuerte aumento del déficit público. El funcionamiento de los estabilizadores automáticos durante la recesión ayudó a proteger la renta de los hogares, por ejemplo mediante la reducción de los impuestos y el incremento de las transferencias. Algunas medidas gubernamentales discrecionales,

como las ayudas a la compra de automóviles concedidas en muchos países de la zona del euro, estimularon también el consumo durante la recesión. Sin embargo, las implicaciones generales para las tasas de ahorro de los hogares hubieran dependido de cómo los hogares consideraban las repercusiones a largo plazo de la financiación de la deuda pública. El pronunciado aumento de los niveles de deuda pública, así como las previsiones de elevados déficits durante un largo período de tiempo, pueden haber acrecentado la preocupación de los hogares respecto a las perspectivas fiscales. Las futuras medidas de consolidación fiscal, centradas en la subida de los impuestos o la reducción del gasto público, afectarán a la renta de los hogares en los próximos años, lo que puede haber alentado a este sector a acumular ahorros de forma anticipada. Esta preocupación puede haber sido particularmente acentuada en los períodos de elevada incertidumbre acerca de la deuda soberana en los mercados financieros a principios de 2010 y también más adelante en el año, lo que incrementó quizás el ahorro hasta niveles superiores a los que se habrían registrado en otras circunstancias.

Perspectivas de ahorro de los hogares de la zona del euro

Tras el descenso del ahorro de los hogares observado en 2010, se espera que la tasa de ahorro de los hogares de la zona del euro vuelva a bajar ligeramente en el futuro, por una disminución del ahorro por motivo de precaución, a medida que la recuperación económica cobre impulso y que siga mejorando la situación de los mercados de trabajo.

No obstante, sigue existiendo una elevada incertidumbre respecto a la evolución del ahorro de los hogares. Una recuperación más rápida de lo previsto podría mejorar la confianza, animando a los hogares a incrementar el consumo y reducir el ahorro. Sin embargo, también es posible que el nivel de ahorro de los hogares se mantenga en niveles persistentemente más altos que antes de la recesión, si la crisis ha llevado a los hogares a preocuparse más que antes por sus perspectivas de renta o a corregir sus balances y reducir sus niveles de deuda, a pesar del ajuste de los tres últimos años. Además, tras el estallido de las burbujas en algunos mercados de activos, los hogares pueden realizar ahora una valoración menos optimista de la evolución futura de la riqueza.

Por último, puede mantenerse un elevado nivel de ahorro si los hogares están preocupados por las implicaciones que tendrían para su futura carga fiscal los altos niveles de deuda pública y los abultados déficits públicos. Esta preocupación pone de manifiesto la importancia de que los Gobiernos de la zona del euro establezcan estrategias de consolidación fiscal creíbles para corregir los profundos desequilibrios presupuestarios que se han ido formando durante la recesión.

La inversión total en capital fijo siguió creciendo, en términos interanuales, y alcanzó una cifra positiva en el tercer trimestre de 2010. Las empresas retomaron sus planes de expansión, a causa de las mejores perspectivas de negocio, la mejora de la cartera de pedidos y un acceso más fácil a la financiación. Pese a ello, la velocidad de recuperación de la inversión ha sido bastante limitada. El crecimiento de la inversión en construcción fue muy débil, como consecuencia de los ajustes observados en los mercados de la vivienda en algunos países de la zona del euro, posteriores a los pronunciados descensos registrados en los precios de la vivienda durante la recesión de 2009. La inversión, excluida la construcción, mantuvo su debilidad, ya que este componente se vio frenado por la reestructuración actual de los balances y por un crecimiento lento de la utilización de la capacidad productiva.

Se estima que las existencias, que desempeñaron un papel fundamental a la hora de explicar la mejora registrada en el crecimiento del PIB real en el primer semestre de 2010, contribuyeron al aumento trimestral del PIB en el primero y segundo trimestre de 2010 en 0,7 y 0,4 puntos porcentuales, respectivamente. La actividad observada en el primer semestre de 2010 se debe a las decisiones de las empresas de desacumular existencias a un ritmo más lento que en 2009, sintiéndose el efecto a lo largo de la cadena de producción en una mayor rapidez en las entregas. Los datos de contabilidad nacional sugieren que la mejora registrada en las existencias perdió un impulso considerable en el tercer trimestre del año, cuando este componente de la demanda agregada realizó una contribución de 0,1 puntos porcentuales al crecimiento intertrimestral del PIB.

Las exportaciones de bienes y servicios de la zona del euro registraron un considerable aumento del 11,3% desde principios de año hasta el tercer trimestre de 2010, que anuló gran parte de las pérdidas que se habían producido en 2009. Este aumento se basó en el comercio entre los países de la zona del euro y con terceros países, y su origen se encuentra en la vigorosa recuperación de los niveles de actividad a escala mundial, al atenuarse las tensiones derivadas de la crisis financiera. Como las importaciones también crecieron de forma acusada, la contribución total de la demanda exterior neta al crecimiento intertrimestral del PIB resultó ser ligeramente negativa en los tres primeros trimestres de 2010, aunque se registraron reducidas contribuciones positivas en el segundo y tercer trimestre. El crecimiento de las importaciones y de las exportaciones fue relativamente generalizado en las principales categorías de productos, mostrando los bienes intermedios porcentajes de crecimiento especialmente elevados.

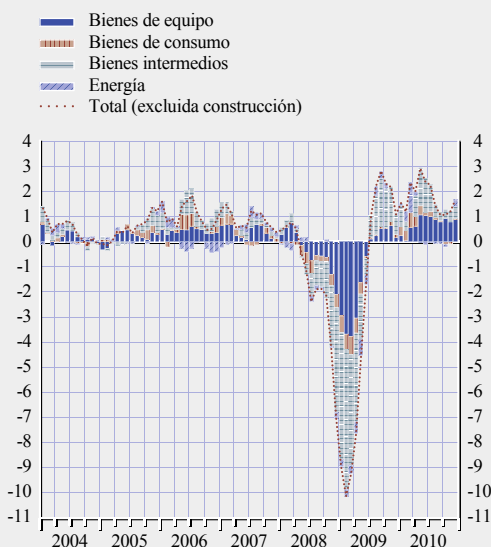
LA PRODUCCIÓN INDUSTRIAL SE RECUPERÓ

Desde una perspectiva sectorial, la expansión del producto se vio impulsada principalmente por la actividad industrial, con un aumento del valor añadido de la industria (excluida la construcción) del 5,2% desde principios de año hasta el tercer trimestre de 2010, frente a un incremento del 1,7% en los servicios de mercado y un descenso del 3,1% en la construcción durante el mismo período. La utilización de la capacidad productiva en el sector manufacturero aumentó y alcanzó el 76,8% en 2010 (según los datos de las encuestas).

La producción de bienes intermedios se recuperó de manera especialmente acusada como reacción a la menor velocidad observada en la desacumulación de existencias a lo largo

Gráfico 32 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.

de la cadena de producción. La producción de bienes de equipo también se elevó de forma pronunciada, como consecuencia de una demanda externa más vigorosa y, en menor medida, de una mejora de las perspectivas económicas internas (véase gráfico 32). La producción de

la construcción siguió contrayéndose, a causa de los ajustes observados en los mercados de la vivienda de varios países de la zona del euro. En general, la adversa evolución de la construcción residencial ha sido compensada con creces por la contribución de los proyectos de infraestructura presentados por los Gobiernos.

LA SITUACIÓN DE LOS MERCADOS DE TRABAJO SE ESTABILIZÓ FINALMENTE

Tras el acusado deterioro registrado en 2009, la situación del mercado de trabajo de la zona del euro comenzó a estabilizarse durante 2010, pues el empleo dejó de caer y el aumento de las tasas de paro perdió fuerza.

El empleo en la zona del euro (medido por el número de personas ocupadas) se mantuvo estable, en promedio, en los tres primeros trimestres de 2010, registrando una mejora considerable con respecto a la caída del 1,8% observada en 2009 (véase cuadro 4). Durante la recesión de 2009, muchas empresas prefirieron mantener el nivel de empleo en lugar de hacer frente a los costes (en términos de pérdida de capital humano o de indemnizaciones) asociados al despido de trabajadores. Dado que una importante proporción del ajuste en el empleo que se observó en 2009 adoptó, por tanto, la forma de recortes en el número de horas trabajadas por persona, la mejora registrada

Cuadro 4 Evolución del mercado de trabajo

(tasas de variación con respecto al período anterior; porcentajes)

	2008	2009	2010	2009 IV	2010 I	2010 II	2010 III	2010 IV
Población activa	0,8	0,2	.	0,0	0,1	0,2	0,0	.
Empleo	0,8	-1,8	.	-0,2	0,0	0,1	0,0	.
Agricultura ¹⁾	-1,7	-2,2	.	0,6	0,0	-1,1	-0,2	.
Industria ²⁾	-0,7	-5,7	.	-1,0	-0,8	-0,3	-0,6	.
– excl. construcción	-0,0	-5,3	.	-1,2	-0,8	-0,3	-0,4	.
– Construcción	-2,1	-6,6	.	-0,5	-1,0	-0,2	-1,1	.
Servicios ³⁾	1,4	-0,5	.	0,0	0,3	0,3	0,2	.
Tasas de desempleo⁴⁾								
Total	7,5	9,4	10,0	9,9	9,9	10,0	10,0	10,0
Menores de 25 años	15,5	19,5	20,3	20,1	20,2	20,2	20,1	20,4
De 25 años o más	6,6	8,3	8,8	8,7	8,8	8,8	8,9	8,9

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

1) También incluye pesca, caza y silvicultura.

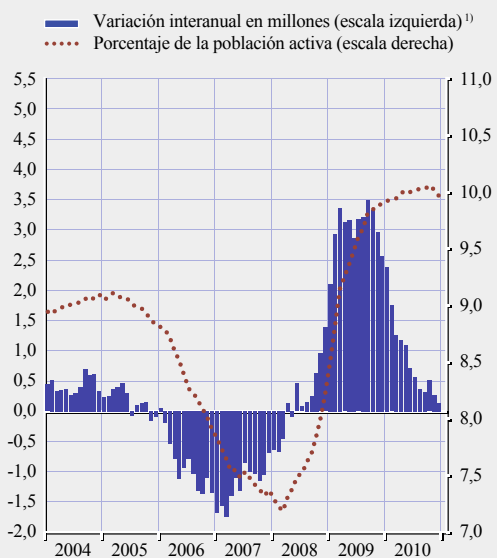
2) Incluye industria manufacturera, construcción, industrias extractivas, y producción y distribución de energía eléctrica, gas y agua.

3) Excluye organismos extraterritoriales.

4) Porcentaje de la población activa, de conformidad con las recomendaciones de la OIT.

Gráfico 33 Desempleo

(datos mensuales desestacionalizados)



Fuente: Eurostat.

1) Las variaciones interanuales no están desestacionalizadas.

en 2010 fue mayor en términos de horas totales trabajadas que en número de personas ocupadas (véase el recuadro 7, que compara la evolución reciente de los mercados de trabajo de la zona del euro con la de Estados Unidos). La productividad del trabajo se incrementó

considerablemente (por hora trabajada, e incluso más por persona), lo que contribuyó a un avance de la rentabilidad de las empresas en un contexto de moderación salarial.

Desde una perspectiva sectorial, las cifras de personas ocupadas hasta el tercer trimestre de 2010 indican que las mejoras en el empleo observadas en 2010 se produjeron en algunas actividades de servicios, como, por ejemplo, la administración pública y los servicios de mercado relacionados con las finanzas y las empresas. Estas mejoras se vieron contrarrestadas por las pérdidas de empleo en la agricultura, la industria y los servicios de mercado relacionados con el comercio y los transportes. Entre las actividades industriales, la construcción fue el sector que se vio más seriamente afectado.

La tasa de paro en 2010 fue del 10%, en promedio, frente al 9,4% de 2009, siendo menores los incrementos mensuales de este indicador a partir del segundo trimestre del año. La evolución de la tasa de desempleo fue bastante similar en toda la zona del euro, aunque con características propias en cada país. Además, el aumento medio mensual del número de parados cayó marcadamente con respecto a las cifras registradas en 2009 (véase gráfico 33).

Recuadro 7

EVOLUCIÓN RECIENTE DEL MERCADO DE TRABAJO EN LA ZONA DEL EURO Y EN ESTADOS UNIDOS: PRINCIPALES DIFERENCIAS Y PERSPECTIVA HISTÓRICA

La recesión más reciente, que se caracterizó por una profunda desaceleración de la actividad económica en comparación con recesiones anteriores, afectó significativamente a los mercados de trabajo de ambos lados del Atlántico. Las pérdidas de empleo se extendieron a varios sectores de la economía, incidiendo con especial intensidad en algunos de ellos, como la construcción y los servicios financieros, tanto en la zona del euro como en Estados Unidos. El número horas trabajadas se redujo drásticamente en ambas áreas económicas, aunque en Estados Unidos una parte significativa del ajuste se produjo a través de la destrucción de empleo, mientras que, en la zona del euro, la reducción del número medio de horas semanales trabajadas desempeñó un papel relativamente importante¹. Mientras que la tasa de actividad se mantuvo bastante estable en la zona del euro, debido al mantenimiento de

1 Véase el recuadro titulado «Comparación de la evolución del empleo en la zona del euro y Estados Unidos», *Boletín Mensual*, BCE, julio de 2010.

puestos de trabajo, se redujo de forma acusada en Estados Unidos, ya que muchos trabajadores que perdieron su empleo han abandonado el mercado de trabajo, lo que refleja la falta de oportunidades de empleo.

A continuación se examina la evolución reciente del mercado de trabajo en la zona del euro y en Estados Unidos analizando el comportamiento de algunos indicadores durante la reciente recesión en comparación con episodios anteriores desde comienzos de los años setenta y con la actual recuperación.

Fuerte ajuste del empleo durante la recesión

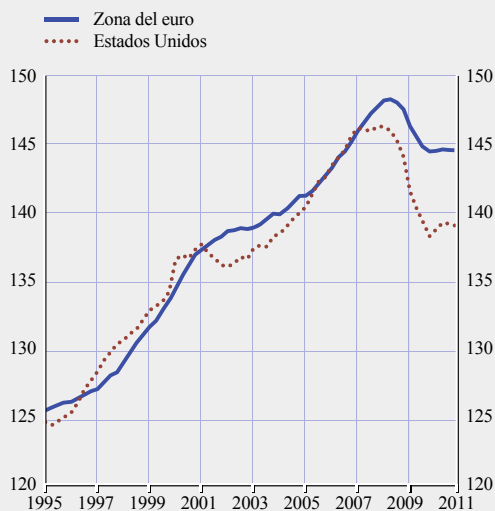
Durante la reciente recesión, el empleo en la zona del euro registró una caída de alrededor de 2,7 millones de trabajadores (véase gráfico) o, en términos porcentuales, de un 0,8% (2,1% en términos de total de horas trabajadas), como

se indica en el cuadro. Esta caída se asoció a un descenso del PIB real del 3%², lo que implica una elasticidad de 0,25 (o de 0,7 en términos de horas trabajadas). En otras palabras, por cada punto porcentual que cayó el PIB, el empleo de la zona del euro se redujo en 0,25 puntos porcentuales. La elasticidad del empleo en relación con el PIB en el conjunto de la zona del euro oculta un considerable grado de heterogeneidad entre unos países y otros, situándose España y Alemania en los dos extremos del espectro con elasticidades de 2,2 y 0,1, respectivamente³. Las pérdidas de empleo persistieron en la zona del euro, aún cuando la economía comenzó a recuperarse, hasta finales de 2009. El impacto de la recesión sobre el empleo fue notablemente mayor en Estados Unidos, cuyo nivel de empleo (medido por el empleo civil) se redujo en unos 5,9 millones en el transcurso de la recesión⁴. El descenso del empleo en Estados Unidos, cifrado en un 2,8% (4,2% en términos de horas totales trabajadas) se corresponde con una caída del PIB del 2,7%, que se tradujo en una elasticidad del empleo con respecto a las variaciones del producto igual a 1 (1,5 en términos de horas trabajadas).

En comparación con las recesiones anteriores observadas desde comienzos de los años setenta, la elasticidad del empleo con respecto al producto fue, en general, coherente con los niveles históricos en Estados Unidos, pero resultó mucho menor en la zona del euro. En términos de horas trabajadas, fue bastante comparable con los niveles de recesiones anteriores en Estados Unidos y, en menor escala, en la zona del euro. La variación de la respuesta del empleo en la zona del euro refleja, en parte, la aplicación muy generalizada de los planes de reducción de jornada adoptados en varios países de la zona en un intento directo de salvaguardar el empleo.

Evolución del empleo en la zona del euro y en Estados Unidos

(millones de personas)



Fuentes: Eurostat, Bureau of Labor Statistics y cálculos del BCE.

2 Salvo indicación en contrario, las cifras se calculan como promedio de las tasas de crecimiento intertrimestrales/intermensuales (anualizadas).

3 Para más información sobre la heterogeneidad de los datos entre los distintos países de la zona del euro, véase el artículo titulado «Ajustes de los mercados de trabajo a la recesión en la zona del euro», *Boletín Mensual*, BCE, julio de 2010.

4 La cifra correspondiente desde el máximo hasta el mínimo (es decir, entre el cuarto trimestre de 2007 y el cuarto trimestre de 2009) se situó próxima a 8 millones.

No obstante, la reciente recesión ha tenido un impacto sobre el mercado de trabajo más allá de la caída del empleo. En la zona del euro, la tasa de paro aumentó desde el 7,2% en el primer trimestre de 2008 hasta el 9,3% al final de la recesión, en el segundo trimestre de 2009, el nivel más alto observado desde el tercer trimestre de 1998. El aumento fue incluso más espectacular en Estados Unidos: en torno a 5 puntos porcentuales entre el máximo y el mínimo, alcanzando la cifra del 9,5% en el segundo trimestre de 2009. Además, mientras que la tasa de actividad en la zona del euro se mantuvo bastante estable en términos históricos, en Estados Unidos cayó de forma más significativa que en anteriores recesiones, de lo que se deduce que la tasa de paro podría no manifestar en toda su extensión el grado de atonía del mercado de trabajo. Además, el aumento sostenido del paro se tradujo en un incremento del porcentaje de desempleados durante más de seis meses (sobre el desempleo total) hasta niveles excepcionalmente elevados para Estados Unidos, es decir, de alrededor del 30% del total de parados. El porcentaje que representa el desempleo de larga duración ha sido, tradicionalmente, mucho más alto en la zona del euro que en Estados Unidos, pero se mantuvo prácticamente estable en la última recesión, en casi un 59%. Durante la reciente recesión, los costes laborales unitarios se incrementaron un 4,4% en la zona del euro (ya que, debido al mantenimiento de puestos de trabajo, los costes laborales no se redujeron tanto como el valor añadido), cifra mucho más alta que el 1,7% registrado en Estados Unidos, donde las reducciones de plantilla dieron lugar a un aumento de la productividad y el crecimiento de los costes laborales se redujo de forma sustancial⁵.

Moderado aumento del empleo al inicio de la recuperación

Aunque todavía es demasiado pronto para formular juicios respecto a la actual recuperación desde la perspectiva del mercado de trabajo, resulta, sin embargo, interesante, señalar algunas características de los ajustes que se están produciendo. Conforme a lo previsto, y dado el típico desfase en la respuesta del mercado de trabajo al aumento de la actividad económica, el deterioro del comportamiento del mercado laboral de la zona del euro ha continuado, en cierta medida, durante la actual fase de recuperación. El empleo se redujo en unos 3,7 millones entre el segundo trimestre de 2008 y finales de 2009. Según los datos de la encuesta de población activa de la UE, el desempleo en la zona del euro cayó hasta el 9,8% de la población activa total en el tercer trimestre de 2010, ligeramente por debajo del máximo observado en el primer trimestre del año. No obstante, ya se observan algunas señales de mejora, como lo indican el crecimiento positivo del número de horas trabajadas y la corrección de la subida de los costes laborales unitarios. En Estados Unidos, la situación del mercado de trabajo comenzó mejorar a principios de 2010, ligeramente por debajo del máximo observado en el primer trimestre del año (seis meses después del inicio de la recuperación), registrándose moderados aumentos del empleo y un ligero descenso de la tasa de paro.

La mejora de los mercados de trabajo se refleja también en la evolución del total de horas trabajadas, tanto en la zona del euro como en Estados Unidos (véase cuadro). La tasa de paro en Estados Unidos no se redujo hasta el primer trimestre de 2010 y desde entonces se ha mantenido, en general, estable. Por el contrario, ha seguido aumentando en la zona del euro, aunque a un ritmo más lento en los últimos trimestres, lo cual es una señal de la lenta mejora del mercado de trabajo, en el que la creación de empleo no es todavía lo suficientemente sólida como para reducir el número de desempleados. Otro aspecto que apunta a la atonía de la recuperación

⁵ Véase una comparación detallada de la evolución de los salarios en la zona del euro y Estados Unidos en el recuadro titulado «Evolución de los salarios en la zona del euro y Estados Unidos durante la reciente recesión económica: un análisis comparativo», *Boletín Mensual*, BCE, mayo de 2010.

Indicadores del mercado de trabajo de la zona del euro y Estados Unidos

(tasas de variación; puntos porcentuales)

	Expansión actual		Última recesión		Recesiones anteriores	
	Zona del euro	Estados Unidos	Zona del euro	Estados Unidos	Zona del euro	Estados Unidos
Mayores de 16 años	0,4	0,9	0,4	0,9	0,7	1,1
Tasa de actividad (porcentajes)	56,1	64,3	56,4	65,7	53,4	64,4
Variación de la tasa de actividad	-0,2	-0,9	0,0	-0,2	-0,3	-0,1
Tasa de paro (porcentajes)	9,8	9,4	9,3	9,5	9,5	7,9
Variación de la tasa de paro	0,3	-0,1	1,3	3,0	0,0	2,4
Desempleo: más de seis meses (porcentaje del total)	65,0	44,5	58,6	29,8	-	12,9
Variación de la tasa de paro: más de seis meses	6,3	9,8	-4,0	6,8	-	2,6
Empleo	-0,5	-0,3	-0,8	-2,8	-0,6	-1,2
Total de horas trabajadas	-0,5	0,3	-2,1	-4,2	0,9	-1,9
Ratio empleo/población (porcentajes)	50,6	58,3	51,1	59,4	48,3	59,4
Variación de la ratio empleo/población	-0,4	-0,7	-0,7	-2,2	-0,7	-1,6
Costes laborales unitarios	-0,6	-0,9	4,4	1,7	10,8	6,3
Pro memoria:						
Producto interior bruto real	1,8	3,0	-3,0	-2,7	-0,6	-1,2
Duración media (en trimestres)	4,0	5,0	5,0	6,0	8,0	4,0

Fuentes: Eurostat, OCDE, Comisión Europea, Bureau of Labor Statistics y cálculos del BCE.

Notas: La datación de los ciclos procede del National Bureau of Economic Research y del Centre for Economic Policy Research. Las cifras sobre la expansión actual comprenden hasta el tercer trimestre de 2010 para la zona del euro y hasta el cuarto trimestre de 2010 para Estados Unidos. La población corresponde a los mayores de 15 años en Estados Unidos. Salvo indicación en contrario, las cifras se calculan como media de las tasas de crecimiento intertrimestrales/intermensuales (anualizadas). Las tasas de actividad y de empleo se calculan sobre la población mayor de 16 y de 15 años, respectivamente. Los niveles de las tasas de actividad, así como las tasas de empleo y de paro, se miden en el último trimestre de la recuperación y de la recesión, y no como promedio, como ocurre con las tasas de variación y de crecimiento. En Estados Unidos, los costes laborales unitarios corresponden al sector empresarial.

en este mercado es el hecho de que la tasa de actividad ha seguido siendo baja, especialmente en Estados Unidos, aunque se han observado señales de estabilización en los últimos meses. Al mismo tiempo, el porcentaje de desempleados durante más de seis meses con respecto al número total de parados ha seguido creciendo y ha alcanzado máximos históricos en ambas áreas: el 65% en la zona del euro y algo menos del 45% en Estados Unidos (véase cuadro). En ambos casos, si bien el origen de este aumento es considerado principalmente cíclico, implica un deterioro del capital humano, que podría incrementar el desempleo estructural.

En general, se han observado algunas diferencias en la evolución del mercado de trabajo entre la zona del euro y Estados Unidos. En primer lugar, aunque la caída de la actividad fue más acusada en la zona del euro, el ajuste en el mercado de trabajo de Estados Unidos ha sido más pronunciado. Por lo que respecta al factor trabajo, en particular, el ajuste en la zona del euro guardó más relación con el número de horas trabajadas por persona que con el número de personas empleadas (debido, en parte, a que en la zona del euro se ha recurrido en mayor medida a los planes de reducción de jornada), mientras que, en Estados Unidos, se manifestó más, en términos relativos, en las variaciones en el número de personas ocupadas. En segundo lugar, dada la magnitud de la caída del producto, el ajuste en la zona del euro puede considerarse menos acusado que en anteriores recesiones, sobre todo en lo que respecta a las pérdidas de empleo. Por el contrario, el mercado de trabajo de Estados Unidos ha registrado descensos mucho mayores de la tasa de actividad y notables aumentos de la duración del desempleo, mientras que la pérdida de empleo ha sido, en general, similar a la observada en recesiones anteriores, teniendo en cuenta la profundidad de la caída de la actividad. Pese a que el deterioro del mercado de trabajo ha sido menos pronunciado, la proporción de desempleados que se han quedado sin empleo durante más de seis meses ha alcanzado actualmente niveles excepcionalmente altos en la zona del euro, lo que exige una respuesta eficaz. Si no se hace frente al problema sin demora adoptando políticas

activas y medidas encaminadas a promover el aprendizaje continuo, el riesgo de erosión del capital humano asociado a los episodios de desempleo de larga duración podría dar lugar a un aumento del desempleo estructural. Ello dificultaría la tarea de revertir las tasas de paro a los niveles observados antes de la recesión a medida que se afiance la recuperación.

2.5 EVOLUCIÓN DE LAS FINANZAS PÚBLICAS

ESTABILIZACIÓN DEL DÉFICIT PÚBLICO DE LA ZONA DEL EURO EN 2010

La crisis económica y financiera reciente se tradujo en aumentos acusados de las ratios de déficit y de deuda de las Administraciones Públicas en relación con el PIB y, en 2010, los participantes en los mercados financieros cuestionaron la sostenibilidad de las finanzas públicas de algunos países de la zona del euro. En respuesta a la crisis de la deuda soberana y a los efectos de contagio negativos, los países más afectados aplicaron medidas de saneamiento y reformas estructurales adicionales para restablecer la credibilidad. La crisis puso de manifiesto que asegurar unas finanzas públicas saneadas es un requisito indispensable para alcanzar la estabilidad macroeconómica y financiera general.

Tras dos años de acusado deterioro de las situaciones presupuestarias, el déficit público agregado de la zona del euro se estabilizó en 2010, aunque los niveles de déficit presentaron importantes variaciones entre países. Según las previsiones económicas de otoño de la Comisión Europea, publicadas el 29 de noviembre de 2010, la ratio media de déficit de las Administraciones Públicas de la zona del euro no se modificó con respecto a 2009, situándose en el 6,3% del PIB (véase cuadro 5). La estabilización del déficit presupuestario estuvo impulsada, en parte, por el repunte del crecimiento de los ingresos públicos, en un contexto de estabilización de las condiciones macroeconómicas, tras el marcado descenso de los ingresos registrado en 2009. Al mismo tiempo, el crecimiento del gasto público se frenó, ya que la retirada de las medidas de estímulo fiscal aplicadas desde finales de 2008 y las nuevas medidas de saneamiento presupuestario compensaron el

crecimiento todavía relativamente intenso de las prestaciones sociales, las transferencias de capital y los pagos por intereses. La contención del gasto fue especialmente pronunciada en el ámbito de la inversión pública y de la remuneración de los empleados públicos, con reducciones del empleo público y congelaciones o recortes salariales en varios países. En términos de las ratios en relación con el PIB, tanto los ingresos públicos totales como el gasto público total prácticamente no se modificaron con respecto a 2009, situándose en el 44,4% y el 50,8%, respectivamente.

Las previsiones presupuestarias de la Comisión Europea de otoño de 2010 son más favorables para la mayor parte de los países que las estimaciones contenidas en los programas de estabilidad actualizados, presentados entre diciembre de 2009 y marzo de 2010. Estas actualizaciones apuntaban a un déficit elevado en la zona del euro en su conjunto, que ascendería al 6,6% del PIB en 2010, frente al 6,3% de las previsiones de la Comisión (véase cuadro 5). En muchos casos, el hecho de que las previsiones de la Comisión sean más favorables se debe a que el crecimiento económico superior a lo esperado anteriormente contribuye al aumento de los ingresos fiscales, mientras que, en el caso de Portugal, el cumplimiento del nuevo objetivo fijado por el Gobierno es atribuible, principalmente, a una importante medida extraordinaria, concretamente a la transferencia del fondo de pensiones de Portugal Telecom al sistema de pensiones de los empleados públicos.

No obstante, para algunos países, las previsiones de déficit de la Comisión Europea son considerablemente superiores a lo esperado en los programas de estabilidad o en los objetivos actualizados de los Gobiernos. Este es el caso de Eslovaquia, como consecuencia de unos

Cuadro 5 Situación presupuestaria de la zona del euro y de los países de la zona

(en porcentaje del PIB)

Superávit (+) o déficit (-) de las Administraciones Públicas

	Previsiones de la Comisión Europea			Programa de estabilidad
	2008	2009	2010	2010
Bélgica	-1,3	-6,0	-4,8	-4,8
Alemania	0,1	-3,0	-3,7	-5,5
Irlanda	-7,3	-14,4	-32,3	-11,6
Grecia	-9,4	-15,4	-9,6	-8,01 ¹⁾
España	-4,2	-11,1	-9,3	-9,32 ²⁾
Francia	-3,3	-7,5	-7,7	-8,2
Italia	-2,7	-5,3	-5,0	-5,0
Chipre	0,9	-6,0	-5,9	-6,0
Luxemburgo	3,0	-0,7	-1,8	-3,9
Malta	-4,8	-3,8	-4,2	-3,9
Países Bajos	0,6	-5,4	-5,8	-6,1
Austria	-0,5	-3,5	-4,3	-4,7
Portugal	-2,9	-9,3	-7,3	-7,3 ²⁾
Eslovenia	-1,8	-5,8	-5,8	-5,7
Eslovaquia	-2,1	-7,9	-8,2	-5,5
Finlandia	4,2	-2,5	-3,1	-3,6
Zona del euro	-2,0	-6,3	-6,3	-6,6

Deuda bruta de las Administraciones Públicas

	Previsiones de la Comisión Europea			Programa de estabilidad
	2008	2009	2010	2010
Bélgica	89,6	96,2	98,6	100,6
Alemania	66,3	73,4	75,7	76,5
Irlanda	44,3	65,5	97,4	77,9
Grecia	110,3	126,8	140,2	143,01 ¹⁾
España	39,8	53,2	64,4	65,9
Francia	67,5	78,1	83,0	83,2
Italia	106,3	116,0	118,9	116,9
Chipre	48,3	58,0	62,2	61,0
Luxemburgo	13,6	14,5	18,2	18,3
Malta	63,1	68,6	70,4	68,6
Países Bajos	58,2	60,8	64,8	67,2
Austria	62,5	67,5	70,4	70,2
Portugal	65,3	76,1	82,8	83,5 ³⁾
Eslovenia	22,5	35,4	40,7	39,6
Eslovaquia	27,8	35,4	42,1	40,8
Finlandia	34,1	43,8	49,0	48,3
Zona del euro	69,8	79,2	84,2	84,3

Fuentes: Previsiones económicas de la Comisión Europea de otoño de 2010, programas de estabilidad actualizados en 2009-2010 y cálculos del BCE.

Nota: Los datos se basan en las definiciones del SEC 95.

1) Objetivo del programa de la UE y el FMI para Grecia.

2) Nuevos objetivos fijados por los Gobiernos para España y Portugal.

3) Según el informe «Steering Report on the Budgetary Policy» (julio de 2010).

ingresos inferiores a lo previsto, pero también de Grecia e Irlanda, que tuvieron que afrontar desequilibrios presupuestarios particularmente importantes en 2010.

En Grecia, los persistentes déficits públicos y la elevada deuda, la presentación de datos fiscales incorrectos hasta 2009, así como el

aplazamiento de una reforma económica y social muy necesaria, perjudicaron seriamente la credibilidad de las autoridades. Este país tuvo que afrontar un aumento de los costes de endeudamiento y serias dificultades de financiación y, a finales de abril, el Gobierno tuvo que solicitar asistencia financiera a los países de la zona del euro y al FMI.

La asistencia concedida estuvo estrictamente condicionada a un ambicioso programa de reformas económicas, financieras, fiscales y de la gobernanza del sector público. Tras un buen comienzo, que incluyó un importante ajuste fiscal y reformas de las pensiones y del mercado de trabajo, en la segunda mitad del año surgieron varias dificultades en la aplicación del programa y algunas de las reformas estructurales se demoraron. En particular, es probable que el efecto arrastre de la revisión al alza de las estadísticas relativas al déficit público de 2009, así como las reducciones de ingresos y la acumulación de atrasos en las administraciones de seguridad social, hayan generado un déficit público superior al fijado como objetivo para 2010 en términos del SEC 95. Para 2011, las autoridades han adoptado medidas de consolidación adicionales para compensar totalmente el terreno perdido en 2010 y, como tal, el programa sigue una senda adecuada, en líneas generales. Sin embargo, todavía deben especificarse medidas complementarias que ascienden a aproximadamente el 6% del PIB para años posteriores, con el fin de cumplir el objetivo de reducir el déficit hasta situarlo por debajo del 3% del PIB en 2014. Además, es necesario adoptar medidas más ambiciosas en el ámbito de las reformas estructurales.

En Irlanda, las medidas de saneamiento presupuestario de amplio alcance adoptadas por el Gobierno no pudieron frenar el deterioro de la situación fiscal, debido a la combinación de una posición presupuestaria subyacente débil, de graves problemas estructurales en el sector bancario y de la fuerte exposición de las finanzas públicas al sector financiero. El hecho de que el déficit registrara un aumento muy acusado tuvo su origen, en parte, en el pronunciado descenso de los ingresos impositivos resultante de un severo empeoramiento de las condiciones cíclicas, en una reducción sustancial de la demanda interna y en la corrección de los anteriores ingresos extraordinarios procedentes de los impuestos sobre la propiedad tras el estallido de la burbuja inmobiliaria. Por otra parte, la asistencia excepcional prestada por el Gobierno al sector bancario hizo que el

déficit público se situara por encima del 30% del PIB. Cuando la confianza de los mercados disminuyó, en noviembre, el Gobierno irlandés tuvo que solicitar asistencia financiera a la UE y al FMI, sujeta a una estricta condicionalidad. El programa de ajuste asociado se basa en un plan de saneamiento presupuestario y de reformas estructurales de cuatro años de duración, e incluye una importante reestructuración del sector bancario. El objetivo es reducir el déficit hasta situarlo por debajo del 3% del PIB en 2015, así como restablecer la confianza en la sostenibilidad de las finanzas públicas de Irlanda.

En última instancia, casi todos los países de la zona del euro registraron un déficit superior al valor de referencia, el 3% del PIB, en 2010. A finales de 2010, 15 países de la zona estaban sujetos a un procedimiento de déficit excesivo, con unos plazos para reducir las ratios de déficit hasta situarlas por debajo del valor de referencia del 3% del PIB que van desde 2011 a 2015 (véase cuadro 6).

La ratio de deuda pública de la zona del euro volvió a aumentar considerablemente en 2010, aunque a un ritmo más lento que en 2009. Según las previsiones de la Comisión Europea de otoño de 2010, la ratio media de deuda de las Administraciones Públicas de la zona del euro en relación con el PIB se incrementó desde el 79,2% en 2009 hasta el 84,2% en 2010, principalmente como consecuencia de los elevados déficits y, en menor medida, del apoyo proporcionado al sector financiero y a Grecia. A diferencia de años anteriores, en 2010, el aumento de la ratio de deuda fue inferior al implícito en el nivel de déficit. El motivo de ello fue que los ajustes déficit-deuda, que aunque fueron más reducidos contribuyeron todavía a que el nivel de la deuda aumentara, quedaron compensados con creces por el impacto del crecimiento del PIB nominal sobre el denominador. Dicho esto, las ratios de deuda eran bastante superiores al valor de referencia del 60% del PIB al final de 2010 en doce de los 16 países de la zona del euro, y se situaban bastante por encima del 100% del PIB en Grecia e Italia.

Cuadro 6 Procedimientos de déficit excesivo en los países de la zona del euro

(en porcentaje del PIB)

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

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

1) El 7 de diciembre de 2010, el Consejo ECOFIN amplió en un año, hasta 2015, el plazo límite fijado en el procedimiento de déficit excesivo para Irlanda.

Pese a la mejora de las perspectivas de las finanzas públicas en comparación con expectativas anteriores para algunos países, la situación fiscal de la zona del euro sigue siendo precaria, lo que ha contribuido al aumento de las tensiones en los mercados de deuda pública. La inquietud reinante en los mercados financieros, según se reflejó en los rendimientos de la deuda pública, incluso se intensificó en 2010 y principios de 2011 en determinados países con una evolución presupuestaria particularmente adversa (en la sección 2.2 del capítulo 1 se presenta un análisis de la evolución de los mercados de deuda pública).

Resulta especialmente difícil distinguir entre los factores cíclicos y los factores estructurales que han determinado la evolución presupuestaria, debido a la incertidumbre existente en torno a la identificación del crecimiento tendencial y de la brecha de producción en tiempo real. Pese a esta incertidumbre, según la Comisión Europea, el componente cíclico del déficit mejoró en 2010 por primera vez desde 2007. Se considera que la orientación de la política fiscal de la zona del euro, en términos de la variación del saldo primario ajustado de ciclo (corregido por las medidas excepcionales de recapitalización

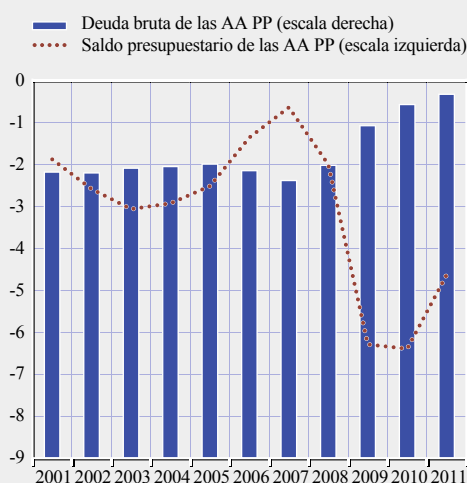
bancaria adoptadas en Irlanda), fue neutral, en líneas generales, en 2010, iniciando con ello una corrección desde la orientación expansiva de 2008-2009 hacia la orientación restrictiva esperada en 2011.

EXPECTATIVAS DE SANEAMIENTO PRESUPUESTARIO EN 2011

En 2011 se espera que la situación presupuestaria de la zona del euro mejore en cierta medida, aunque se prevé que el déficit permanezca en niveles elevados. Según las previsiones económicas de la Comisión Europea de otoño de 2010, la ratio media de déficit de las Administraciones Públicas de la zona se reducirá 1,8 puntos porcentuales, hasta el 4,6% del PIB (véase gráfico 34), y la ratio media de ingresos de la zona aumentará 0,4 puntos porcentuales del PIB, mientras que se prevé que la ratio de gasto primario se reduzca 1,5 puntos porcentuales del PIB, como consecuencia, principalmente, de las medidas de saneamiento, y que la ratio media de gasto por intereses de la zona aumente en 0,1 puntos porcentuales del PIB. La mejora general de la situación presupuestaria de la zona del euro debería ser resultado, fundamentalmente, de la adopción de una orientación fiscal más restrictiva, mientras

Gráfico 34 Evolución de las finanzas públicas en la zona del euro

(2001-2011; en porcentaje del PIB)



Fuente: Previsiones económicas de la Comisión Europea de otoño de 2010.

Nota: Las cifras sobre los saldos presupuestarios excluyen los ingresos procedentes de la venta de licencias UMTS.

que se considera probable que el impacto del ciclo económico sea favorable pero limitado. Pese a la mejora esperada en la posición presupuestaria agregada, se espera que pocos países de la zona, principalmente Alemania, Luxemburgo, Malta y Finlandia, registren déficits públicos equivalentes o inferiores al valor de referencia del 3% del PIB en 2011. Se prevé que la ratio media de deuda pública de la zona del euro continúe aumentando en 2011, en 2,4 puntos porcentuales, hasta situarse en el 86,5% del PIB, y que esta ratio sea superior al 100% del PIB en tres países, concretamente Bélgica, Grecia e Italia. En Irlanda, se espera que las medidas de saneamiento adoptadas tras la fecha límite de presentación de datos para la elaboración de las previsiones de la Comisión mantengan

la ratio de deuda por debajo del 100% del PIB en 2011.

ES ESENCIAL UN COMPROMISO DE SANEAMIENTO DE LAS FINANZAS PÚBLICAS

Como consecuencia de una situación presupuestaria todavía precaria en algunos países, es necesario mantener el compromiso de saneamiento de las finanzas públicas. Las medidas de saneamiento incluidas en los presupuestos de 2011 constituyen un primer paso en la dirección correcta. No obstante, la envergadura de los retos que se plantean actualmente exige la adopción de ambiciosas medidas de consolidación durante varios años en la mayoría de los países. En particular, a tenor del acusado aumento de las ratios de gasto durante la crisis, en muchos países parece justificado centrar especialmente la atención en los recortes de gasto estructural, incluida una reevaluación sistemática del ámbito del gasto público y de la calidad de las finanzas públicas. Esto es muy necesario ante los fuertes desequilibrios presupuestarios actuales: unas ratios de deuda soberana elevadas y la perspectiva de que la tasa de crecimiento tendencial sea más reducida acentúan los riesgos presupuestarios relacionados con reestructuraciones bancarias futuras y los costes previstos del envejecimiento de la población asociados a los sistemas de pensiones de reparto y a la atención sanitaria. Una estrategia de reformas creíble y de amplio alcance también contribuye a mantener la confianza de los mercados, lo que podría ser especialmente importante en países con una situación fiscal vulnerable. Además, es probable que tal estrategia tenga un impacto favorable sobre las condiciones de financiación a largo plazo que compense los costes a corto plazo en términos de un menor crecimiento económico (véase recuadro 8).

Recuadro 8

COSTES Y BENEFICIOS MACROECONÓMICOS DE LOS PROCESOS DE CONSOLIDACIÓN FISCAL

Las ratios de déficit público y de deuda pública en relación con el PIB han aumentado sustancialmente durante la crisis económica y financiera. Parte de este incremento tiene su origen en la respuesta cíclica automática de los ingresos y el gasto públicos a la evolución económica y a otros factores transitorios, como las medidas temporales de estímulo fiscal o las transferencias públicas para reforzar el sector bancario. Sin embargo, la crisis ha conducido a una sustancial revisión a la baja de la mayoría de las estimaciones del producto potencial, así como a algunas pérdidas en los ingresos tributarios (por ejemplo, los vinculados a transacciones inmobiliarias), que pueden considerarse permanentes. Por este motivo, la mayor parte de los déficits públicos acumulados durante la crisis deben considerarse estructurales. Esto hace que sea necesario realizar importantes esfuerzos de consolidación fiscal en los próximos años para que las finanzas públicas se sitúen en una senda sostenible.

Un principio ampliamente aceptado es que la consolidación fiscal es beneficiosa para el crecimiento económico en el largo plazo. La reducción de las necesidades de financiación del sector público se plasma en unos tipos de interés a largo plazo más bajos, con lo que mejoran las condiciones de financiación del sector privado y se estimula la inversión productiva. Para el Gobierno, un menor nivel de deuda y de pagos por intereses asociados libera recursos para reducir los impuestos distorsionantes y financiar un gasto más productivo. Además, si las finanzas públicas están saneadas, los hogares y las empresas pueden confiar en la capacidad del Gobierno para ayudar a atenuar las fluctuaciones económicas a través de los estabilizadores automáticos. Estudios empíricos realizados en una amplia variedad de países industriales y períodos proporcionan evidencia sobre los efectos inhibidores del crecimiento de una deuda pública elevada¹.

En cambio, la consolidación fiscal suele caracterizarse por tener un efecto moderador en el crecimiento económico a corto plazo. Los recortes del gasto y la inversión públicos reducen directamente el gasto agregado, mientras que las subidas de impuestos y la disminución de las transferencias públicas hacen que descienda la renta disponible de los hogares y las empresas. La mayor parte de la evidencia empírica apunta a que los multiplicadores de los impuestos y del gasto son positivos a corto y medio plazo, aunque disminuyen con el tiempo. Esto también queda reflejado en los modelos económicos estructurales convencionales utilizados para analizar la economía y elaborar predicciones económicas a corto y a medio plazo². No obstante, en determinadas circunstancias, especialmente, cuando la restricción presupuestaria implica pasar de una situación (casi) insostenible de las finanzas públicas a una posición (más) sostenible, es posible que los tradicionales efectos «keynesianos» a corto plazo de los procesos de consolidación fiscal se vean considerablemente amortiguados o incluso se inviertan. El supuesto teórico de efectos «no keynesianos» a corto plazo se basa en la idea de que los recortes del gasto o las subidas de impuestos pueden generar un incremento compensatorio inmediato del consumo y la inversión privados si crean expectativas de reducciones de impuestos y, por tanto, de aumento de la renta disponible, en el futuro. Esta idea está estrechamente relacionada

1 La correlación entre un nivel elevado de deuda y un crecimiento menor ha sido establecida para un período muy largo por C.M. Reinhart y Rogoff, K.S., «Growth in a time of debt», *Working Paper Series*, n.º 15639, National Bureau of Economic Research, 2010. Para la zona del euro, C. Checherita y Rother, P., presentan evidencia econométrica en «The impact of high and growing debt on economic growth: an empirical investigation for the euro area», *Working Paper Series*, n.º 1237, BCE, 2010.

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

con la hipótesis de «equivalencia ricardiana», según la cual un sector privado racional debería internalizar las restricciones presupuestarias del sector público.

Pese a las dificultades que conlleva diferenciar el impacto de la política fiscal sobre la economía de otros factores, se dispone de poca evidencia empírica que indique que los efectos no keynesianos son dominantes en épocas económicas normales. No obstante, la evidencia sugiere que es probable que los efectos negativos a corto plazo de la consolidación fiscal sobre el crecimiento económico sean mucho más limitados si: i) la situación presupuestaria de partida es especialmente precaria (y genera preocupación y unas primas de riesgo elevadas); ii) el sector privado no afronta restricciones de crédito (de forma que los hogares y las empresas pueden suavizar su consumo y su inversión con el tiempo); y iii) un impacto favorable de la consolidación fiscal sobre la inflación –y sobre las expectativas de inflación– permite aplicar una política monetaria (y cambiaria) más acomodaticia.

Sin embargo, es poco probable que los estudios empíricos basados en muestras de datos que cubren períodos más «favorables» sean una buena guía para considerar el impacto de la consolidación fiscal tras una crisis de deuda soberana³. La pérdida de confianza en las finanzas públicas afectaría a los tenedores de deuda pública, como las entidades de crédito, los fondos de pensiones y los inversores individuales, y con ello se debilitaría la estabilidad financiera y las perspectivas de la economía real. En estas circunstancias, la única opción viable es anunciar y comenzar a aplicar un ajuste fiscal considerable. El enfoque contrafactual de inacción en períodos de fuerte tensión fiscal no es una alternativa sostenible, ya que se intensificarían las tensiones en los mercados financieros, lo que con toda probabilidad se traduciría en unos resultados de crecimiento mucho peores que los que se obtendrían de la consolidación fiscal. Ciertamente, aplazar los procesos de saneamiento de las finanzas públicas necesarios solo sirve para aumentar las dificultades, siendo posible que conlleve la necesidad de acometer un duro e inoportuno proceso de saneamiento en un contexto de oportunidades perdidas para crear el margen de maniobra fiscal requerido⁴.

3 Para un análisis, véase P. Rother, Schuknecht, L. y Stark, J., «The benefits of fiscal consolidation in uncharted waters», *Occasional Paper Series*, n.º 121, BCE, 2010.

4 El concepto de margen de maniobra fiscal y sus implicaciones para la sostenibilidad de la deuda y/o comienzo de crisis, se describe en Ostry et al., «Fiscal Space», *IMF Staff Position Note*, n.º 2010/11, FMI, septiembre de 2010.

Las disposiciones en materia de política presupuestaria del Tratado y del Pacto de Estabilidad y Crecimiento son fundamentales para guiar a los responsables políticos y respaldar la confianza de la opinión pública y de los mercados financieros en las políticas fiscales de la UEM. Los Gobiernos deben cumplir rigurosamente los plazos y los objetivos fijados en las recomendaciones del Consejo ECOFIN, aplicando todas las medidas previstas y estando preparados, en caso necesario, para adoptar medidas adicionales con el fin de alcanzar los objetivos. A este respecto, las medidas anunciadas pero que todavía no se han concretado suficientemente deben presentarse

con mayor detalle. Por otra parte, los países en los que el entorno macroeconómico ha mejorado deben aprovechar la oportunidad para corregir los déficits excesivos antes de que finalicen los plazos establecidos. En consecuencia, deben tratar de avanzar con rapidez hacia la consecución de los objetivos presupuestarios a medio plazo, con el fin de disponer del margen de maniobra fiscal necesario para afrontar los retos conocidos y estar bien situados para hacer frente a cualquier deterioro imprevisto de las finanzas públicas.

Es esencial un firme compromiso político para mejorar la sostenibilidad de las finanzas

públicas, junto con reformas estructurales que aborden los desequilibrios macroeconómicos y las debilidades del sector bancario, entre otras cosas porque proporciona un ancla para las expectativas. En el contexto actual de aumento de las tensiones en torno a la deuda soberana en la zona del euro, con riesgo de efectos de contagio, es fundamental que todos los países alcancen y mantengan unas posiciones presupuestarias saneadas, con el fin de evitar riesgos adicionales para las condiciones de financiación.

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

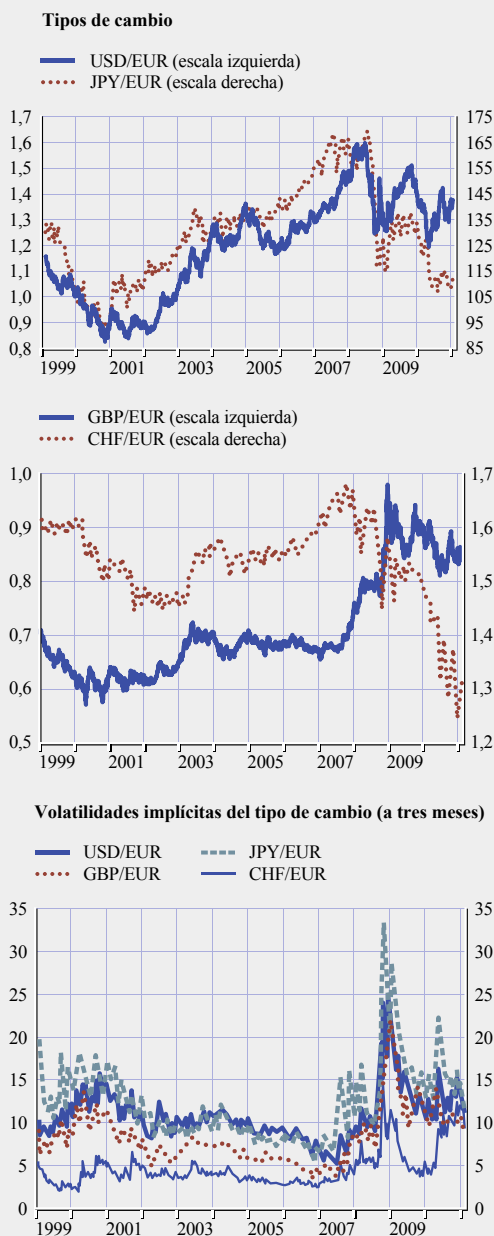
EL TIPO DE CAMBIO EFECTIVO DEL EURO SE DEPRECIÓ A LO LARGO DEL AÑO

La evolución de los tipos de cambio en 2010 estuvo determinada, en gran medida, por la recuperación económica, la situación fiscal y la política monetaria en todo el mundo. En muchas economías avanzadas, la evolución fue un tanto volátil en la medida en que la recuperación económica seguía siendo vulnerable y dependía del respaldo de las políticas monetarias y fiscales. En el primer semestre del año, el euro se depreció frente a varias de las principales monedas (véase gráfico 35), como consecuencia de la creciente inquietud respecto a la situación de la deuda soberana en algunos países de la zona del euro. Esta incertidumbre se tradujo también en un aumento de la volatilidad implícita del tipo de cambio del euro frente a las principales monedas en mayo y junio (véase gráfico 35). En el segundo semestre de 2010, el euro repuntó en un entorno de cierta volatilidad, debido, principalmente, a que disminuyeron las dudas respecto a la deuda soberana, así como a la publicación de datos macroeconómicos más favorables de lo previsto para la zona del euro. La apreciación general tuvo su origen, fundamentalmente, en la evolución del tipo de cambio del euro frente al dólar estadounidense. A lo largo de 2010, el euro se depreció un 8,2% en términos efectivos medido frente a las monedas de 20 socios comerciales importantes de la zona del euro (véase gráfico 36). Como resultado, el nivel medio del tipo de

cambio efectivo nominal en 2010 fue un 6,3% inferior al de 2009. En 2010, el euro se situó solo un 5,5% por encima de la media histórica registrada desde 1999.

Gráfico 35 Evolución de los tipos de cambio y volatilidades implícitas

(datos diarios)



Fuentes: Bloomberg y BCE.

Nota: La última observación corresponde al 25 de febrero de 2011.

El 31 de diciembre de 2010, el euro cotizaba a 1,34 dólares estadounidenses, un 7,3% por debajo del nivel de comienzos de 2010 y un 4,2% por debajo de la media de 2009. La depreciación del euro frente al dólar estadounidense en el primer semestre de 2010 tuvo su origen en una recuperación macroeconómica más sólida en Estados Unidos que en la zona del euro a comienzos del año. En el segundo semestre, el euro se apreció frente al dólar, en respuesta a la aprobación por parte de las autoridades estadounidenses de un nuevo plan de estímulo económico.

En el primer semestre de 2010, el euro también continuó depreciándose frente al yen japonés, revirtiendo por completo la apreciación registrada en 2009 (véase gráfico 35). Durante el resto de 2010, el tipo de cambio bilateral entre el yen y el euro fluctuó dentro de una banda estrecha, cotizando la moneda única entre 105 y 115 yenes. El 31 de diciembre de 2010, el euro cotizaba a 108,65 yenes, un 18,4% por debajo del nivel observado a comienzos del año y un 16,7% por debajo de la media de 2009. La volatilidad del tipo de cambio entre las dos monedas aumentó de forma acusada en mayo y junio de 2010 antes de reducirse en el segundo semestre del año.

En 2010, el euro se depreció frente a la libra esterlina un 3,1%, pasando de 0,89 a 0,86 libras esterlinas por euro. La moneda única se depreció frente a la libra en el primer semestre del año en un contexto de inquietud en los mercados respecto a la sostenibilidad de las finanzas públicas de algunos países de la zona del euro. En el segundo semestre recuperó parte de las pérdidas anteriores. A finales de 2010, el tipo de cambio bilateral del euro frente a la libra esterlina se situaba todavía por encima de la media histórica registrada desde 1999, debido a la apreciación que se produjo en 2008 y a principios de 2009.

En 2010, el euro se depreció un 15,7% frente al franco suizo. Hasta junio de 2010, la depreciación se vio atenuada como resultado de las intervenciones del Banco Nacional de

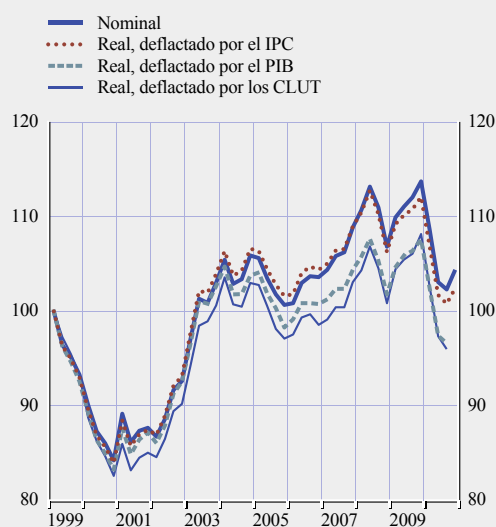
Suiza. En el segundo semestre del año, el euro volvió a depreciarse significativamente frente a la moneda suiza en un entorno de cierta volatilidad.

Entre comienzos de año y el 31 de diciembre de 2010, el euro se depreció frente al dólar canadiense (un 11,9%), el dólar australiano (un 17,9%) y la corona noruega (un 6%), debido, principalmente, a los diferenciales de tipos de interés positivos frente a la zona del euro. La moneda única también se depreció frente a las monedas asiáticas vinculadas al dólar estadounidense, a saber, el renmibi chino (un 10,3%) y el dólar de Hong Kong (un 7%). Asimismo, se depreció frente al won coreano (un 10,7%).

El tipo de cambio efectivo real del euro basado en diferentes indicadores de costes y precios se depreció en el primer semestre de 2010 y se estabilizó a partir de entonces (véase gráfico 36). A finales de 2010, los tipos de cambio efectivos

Gráfico 36 Tipos de cambio efectivos nominal y real del euro (TCE-20)¹⁾

(datos trimestrales; índice: I 1999 = 100)



Fuente: BCE.

1) Un aumento de los índices de los TCE-20 supone una apreciación del euro. Las observaciones más recientes corresponden al cuarto trimestre de 2010 para «nominal» y «real, deflactado por el IPC», y al tercer trimestre de 2010 para «real, deflactado por el PIB» y «real, deflactado por los CLUT», y se basan, en parte, en estimaciones. Las siglas CLUT representan los costes laborales unitarios del total de la economía.

reales se situaban en valores muy próximos a las medias históricas registradas desde 1999. En 2010, el tipo de cambio efectivo real, deflactado por el IPC, se situó, en promedio, un 6,9% por debajo del nivel observado en 2009.

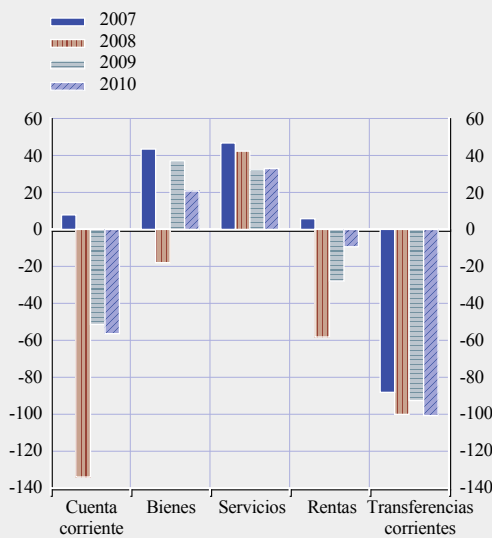
EL DÉFICIT POR CUENTA CORRIENTE AUMENTÓ LIGERAMENTE EN 2010

En 2010, la balanza por cuenta corriente de la zona del euro registró un déficit de 56,4 mm de euros (un 0,6% del PIB de la zona), frente al déficit de 51,4 mm de euros contabilizado en 2009. Esta evolución tuvo su origen en un descenso del déficit de la balanza de rentas de 18,6 mm de euros, mientras que la balanza comercial de servicios se mantuvo bastante estable (véase gráfico 37). No obstante, la balanza de bienes empeoró en 2010, contrarrestando la mejora de la balanza de rentas. Tras el repunte del comercio a comienzos de 2009 y la mejora de la balanza comercial a lo largo de ese mismo año, la balanza de bienes siguió registrando un superávit en 2010 de unos 16,2 mm de euros menos que el contabilizado en 2009. Por último, el déficit de la balanza de transferencias corrientes experimentó un deterioro de 8,2 mm de euros en 2010.

Las tasas de crecimiento interanual de las exportaciones de bienes de la zona del euro siguieron las tendencias mundiales del comercio, alcanzando un máximo en el primer semestre de 2010 para iniciar una gradual desaceleración posteriormente. El principal factor determinante de la expansión de las exportaciones en el primer semestre del año fue la sólida demanda externa de importaciones, que tuvo su origen en factores transitorios como las políticas fiscales de estímulo y el ciclo de existencias. No obstante, la desaceleración global de la actividad económica y la progresiva desaparición de estos factores transitorios en el segundo semestre de 2010 contribuyeron a la moderación de las tasas de crecimiento de las exportaciones. El crecimiento de las exportaciones de la zona del euro siguió estando respaldado por las exportaciones a Asia y a la OPEP, que continuaron aumentando durante todo el año (véase gráfico 38). Aunque las exportaciones a Estados Unidos y Reino Unido crecieron en el primer trimestre de 2010,

Gráfico 37 Balanza por cuenta corriente y sus componentes

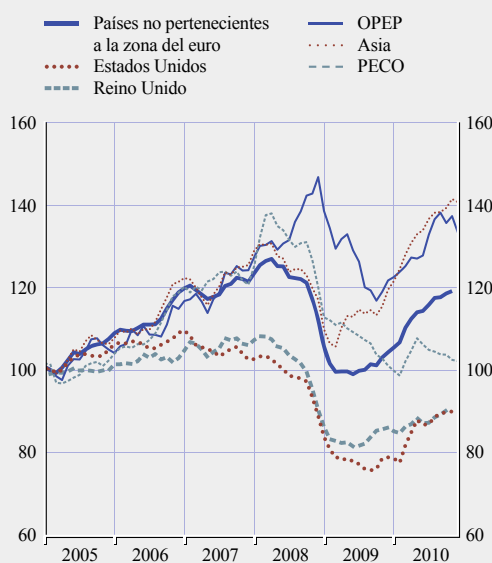
(datos anuales; mm de euros)



Fuente: BCE.

Gráfico 38 Exportaciones reales de la zona del euro a algunos socios comerciales

(índice: I 2005 = 100; datos desestacionalizados; media móvil de tres meses)



Fuente: BCE.

Nota: PECO son las siglas utilizadas para los países de Europa Central y Oriental. La última observación corresponde a diciembre de 2010, salvo en el caso de los países no pertenecientes a la zona del euro y el Reino Unido (noviembre de 2010).

se mantuvieron en niveles moderados a partir de entonces. Al mismo tiempo, la depreciación del euro y el consiguiente impacto positivo sobre la competitividad vía precios de las exportaciones de la zona del euro en 2010 estimularon en cierta medida la demanda externa.

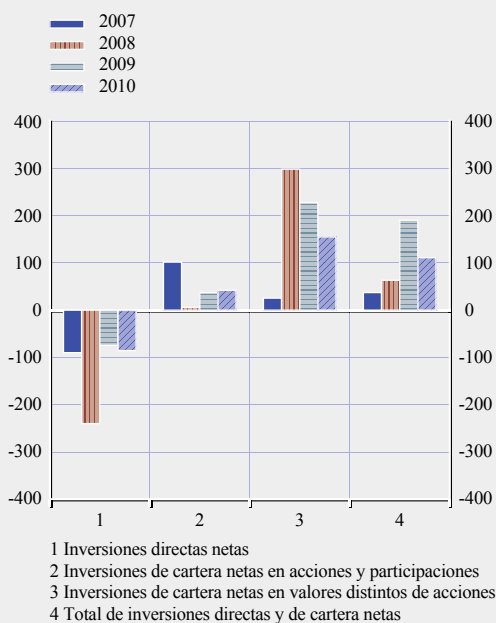
La evolución de las importaciones de bienes de la zona del euro en 2010 siguió una trayectoria similar a la de las exportaciones. El crecimiento interanual de las importaciones siguió aumentando en términos reales, hasta alcanzar un máximo en el segundo trimestre del año y moderarse en el tercer trimestre de 2010. Esta moderación reflejó la contención de la demanda interna de la zona del euro en el segundo semestre del año. La dependencia de las exportaciones de la zona del euro de los bienes intermedios importados continuó impulsando las importaciones. El aumento de los precios de importación también favoreció el incremento de las importaciones en términos nominales a lo largo del año. Dicho aumento se debió, en parte, a la subida de los precios del petróleo observada durante el año, que contribuyó a una expansión del déficit del comercio de petróleo hasta 169,6 mm de euros en el período de doce meses transcurrido hasta noviembre de 2010, muy por encima del nivel de 132,1 mm de euros registrado un año antes.

LAS ENTRADAS NETAS DEL AGREGADO DE INVERSIONES DIRECTAS Y DE CARTERA EXPERIMENTARON UNA FUERTE CAÍDA EN 2010

En la cuenta financiera de la zona del euro, el agregado de inversiones directas y de cartera registró entradas netas por importe de 111,2 mm de euros en 2010, frente a las entradas netas de 190,3 mm de euros contabilizadas un año antes. Esta reducción fue resultado, principalmente, de un significativo descenso de las entradas netas de valores distintos de acciones (de unos 72,9 mm de euros) y, en menor medida, de un aumento de las salidas netas de inversión extranjera directa (IED) (de unos 11,4 mm de euros). Esta reducción se compensó parcialmente con un incremento de las entradas netas de acciones y participaciones (de unos 5,1 mm de euros; véase gráfico 39).

Gráfico 39 Inversiones directas y de cartera de la zona del euro

(datos anuales; mm de euros)

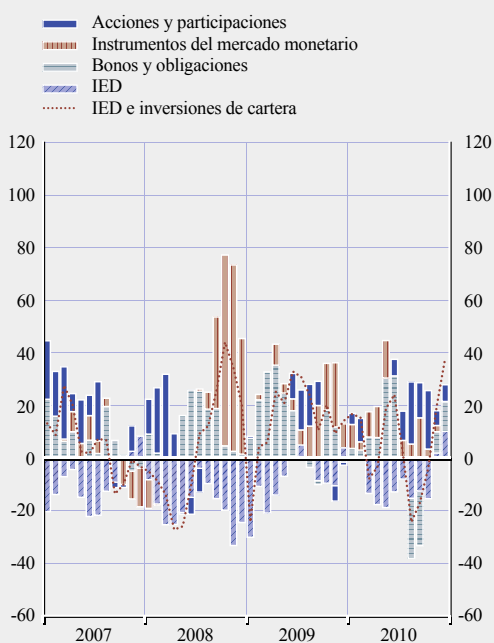


Fuente: BCE.

Por lo que respecta a las inversiones de cartera, la evolución trimestral fue muy volátil en 2010, observándose considerables oscilaciones en el clima de los mercados. Tras algunas señales de repunte del apetito por el riesgo y la consiguiente reactivación de las operaciones transfronterizas con acciones y participaciones en el primer trimestre de 2010, la reintensificación de las tensiones en los mercados financieros en mayo parece haber causado un nuevo aumento de la aversión al riesgo entre los inversores. Mientras que los residentes en la zona del euro liquidaron posiciones en acciones y participaciones extranjeras y repatriaron fondos, los no residentes en la zona siguieron invirtiendo en instrumentos de cartera de la zona del euro, con lo que se produjo, en general, un fuerte incremento de las entradas netas de inversiones de cartera, especialmente en el segundo trimestre de 2010 (véase gráfico 40). En el segundo semestre de 2010, se produjo un cambio de signo en el saldo de las inversiones de cartera, que pasó de registrar salidas netas en el

Gráfico 40 Principales partidas de la cuenta financiera

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



Fuente: BCE.

tercer trimestre a contabilizar entradas netas en el cuarto trimestre. Este cambio de signo refleja, principalmente, la evolución de los bonos y obligaciones. En un clima de preocupación en los mercados respecto a la sostenibilidad de la deuda de algunos países de la zona del euro, los no residentes vendieron bonos y obligaciones de la zona en el tercer trimestre, mientras que los residentes en la zona del euro incrementaron sus inversiones en bonos y obligaciones extranjeros. Al atenuarse las tensiones financieras, los no residentes reanudaron sus compras de bonos de la zona del euro en el cuarto trimestre. Al mismo tiempo, la zona del euro registró entradas netas en acciones y participaciones en el segundo semestre del año, en un clima de mayor interés por parte de los inversores extranjeros en los valores de renta variable de la zona.

Las inversiones directas siguieron mostrando una relativa debilidad en 2010, dado que tanto las empresas de la zona del euro como las compañías extranjeras redujeron sus inversiones

en acciones y participaciones de capital. El aumento de las salidas netas de inversiones directas en 2010 reflejó, principalmente, la evolución de la partida otro capital. Mientras que las empresas de la zona del euro incrementaron los préstamos a sus filiales en el extranjero, las compañías extranjeras repatriaron fondos.

Los datos sobre la posición de inversión internacional de la zona del euro frente al resto del mundo, disponibles hasta el tercer trimestre de 2010, indican que la zona del euro registró pasivos netos por importe de 1.184 mm de euros (equivalentes al 13% del PIB de la zona), frente a los pasivos netos de 1.448 mm de euros (equivalentes al 16,2% del PIB de la zona) contabilizados a finales de 2009.

3 EVOLUCIÓN ECONÓMICA Y MONETARIA EN LOS ESTADOS MIEMBROS DE LA UE NO PERTENECIENTES A LA ZONA DEL EURO⁵

ACTIVIDAD ECONÓMICA

En la mayoría de los Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro, el producto registró una recuperación en 2010 tras la notable contracción experimentada en 2009, aunque con cierta volatilidad en el perfil de crecimiento y diferencias significativas entre unos países y otros (véase cuadro 7). La recuperación se apoyó principalmente en las exportaciones, que se vieron favorecidas por la solidez de la demanda externa y la reposición de las existencias tras un descenso considerable de los niveles en 2009. Al mismo tiempo, la demanda interna siguió siendo débil en la mayoría de los países, a pesar de una acusada mejora de los indicadores de confianza. La debilidad de la demanda interna fue consecuencia del ajuste económico en curso en el sector privado y, en algunos países, también en el sector público. En los países que habían entrado en recesión tras un período de auge insostenible, la demanda interna siguió contrayéndose incluso en los últimos trimestres, como resultado de un prolongado ajuste económico.

privado siguió siendo moderado en la mayoría de los países, lo que refleja en cierta medida la frágil situación de los mercados de trabajo y del crecimiento del crédito. En muchos países, las tasas de paro fueron más elevadas que en 2009, aunque en algunos países la mejora de la actividad económica general trajo consigo un repunte del empleo a partir del segundo trimestre de 2010. El comportamiento del mercado de trabajo presentó diferencias acusadas en los distintos sectores. En general, los sectores más orientados a la exportación registraron una demanda de mano de obra mucho mayor, una evolución más favorable de las cifras de empleo y una dinámica salarial más sólida. El crecimiento del crédito al sector privado siguió siendo relativamente débil en la mayoría de los países de la UE no pertenecientes a la zona del euro, como consecuencia tanto de la escasez de oferta como de la baja demanda. La utilización de la capacidad productiva siguió siendo reducida, especialmente en los sectores de bienes no comerciables, aunque aumentó de forma acusada en los sectores de exportación de

Examinando los principales componentes de la demanda interna se observa que el consumo

5 Esta sección incluye los países de la UE que no formaban parte de la zona del euro en 2010.

Cuadro 7 Crecimiento del PIB real en los Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro y en la zona del euro

(tasas de variación interanual)

	2006	2007	2008	2009	2010 ³⁾	2010 I	2010 II	2010 III	2010 ³⁾ IV
Bulgaria	6,5	6,4	6,2	-4,9	0,3	-0,8	-0,3	0,5	2,1
República Checa	6,8	6,1	2,5	-4,1	2,3	1,0	2,3	2,8	2,9
Dinamarca	3,4	1,6	-1,1	-5,2	.	-0,9	2,8	3,4	.
Estonia	10,6	6,9	-5,1	-13,9	3,1	-2,7	3,0	5,1	6,6
Letonia	12,2	10,0	-4,2	-18,0	-0,2	-5,1	-2,6	2,5	3,7
Lituania	7,8	9,8	2,9	-14,7	1,3	-1,9	1,2	1,6	4,6
Hungría	3,6	0,8	0,8	-6,7	1,2	-0,6	0,8	2,2	2,4
Polonia	6,2	6,8	5,1	1,7	3,8	3,1	3,8	4,7	4,3
Rumanía	7,9	6,3	7,3	-7,1	-1,2	-3,2	-1,5	-2,2	-0,5
Suecia	4,3	3,3	-0,6	-5,3	.	2,8	4,5	6,8	.
Reino Unido	2,8	2,7	-0,1	-4,9	1,3	-0,3	1,5	2,5	1,5
UE-8 ¹⁾	6,6	6,0	4,0	-3,5	2,1	0,6	1,9	2,6	3,0
UE-11 ²⁾	4,0	3,5	0,9	-4,6	1,3	0,2	2,0	3,1	1,6
Zona del euro	3,0	2,8	0,4	-4,1	.	0,8	2,0	1,9	2,0

Fuente: Eurostat.

Nota: Datos trimestrales desestacionalizados y ajustados por días laborables para todos los países, salvo Rumanía y la zona del euro (solo desestacionalizados).

1) El agregado UE-8 incluye los ocho países no pertenecientes a la zona del euro (a 31 de diciembre de 2010) que se incorporaron a la UE en 2004 o 2007.

2) El agregado UE-11 incluye los once Estados miembros de la UE que, a 31 de diciembre de 2010, no formaban parte de la zona del euro.

3) Las cifras correspondientes a 2010 son estimaciones preliminares, es decir, datos provisionales.

muchos países. El crecimiento de la inversión fue, en general, débil o, en algunos países, incluso fuertemente negativo, lo que refleja el proceso de ajuste en marcha en los mercados de la vivienda y una caída en el sector de la construcción. En algunos países, el impacto a corto plazo del ajuste fiscal en curso contribuyó al reducido crecimiento de la demanda interna.

Entre los Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro, el crecimiento del PIB real fue especialmente sólido en Polonia y Suecia, países que habían entrado en la recesión con desequilibrios en la balanza por cuenta corriente relativamente reducidos en comparación con la mayoría de los otros países de este grupo. Algunos países que habían experimentado desaceleraciones muy pronunciadas de la actividad económica en 2009 también registraron un fuerte repunte. Las economías bálticas se recuperaron tras registrar, entre todos los países de la UE, las caídas más notables de la actividad en 2009. Su recuperación estuvo determinada, principalmente, por la demanda externa, mientras que la demanda interna fue débil o incluso se contrajo. En Bulgaria, la recuperación fue lenta y estuvo impulsada básicamente por la demanda externa, mientras que la demanda interna se vio atenuada por el ajuste continuado en el sector privado. Rumanía fue el único país de la UE no perteneciente a la zona del euro en el que la economía siguió registrando una ligera contracción en 2010, debido principalmente al ajuste fiscal en curso.

En general, el acusado cambio en los factores determinantes del crecimiento económico, en comparación con el año anterior a la recesión mundial, refleja el proceso de ajuste económico que se inició en algunos países durante la recesión (como los Estados bálticos) o antes de que esta comenzara.

EVOLUCIÓN DE LOS PRECIOS

En 2010, la inflación interanual aumentó, en promedio, en la mayoría de los Estados

miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro, a pesar de la prolongada debilidad de la demanda interna, del nivel general todavía elevado de la capacidad productiva sin utilizar y de la atonía imperante en los mercados de trabajo. Los principales impulsos inflacionistas tuvieron su origen en la subida de los precios de los alimentos, pero también de los precios de la energía. En algunos países, las modificaciones de los precios administrados y de los impuestos indirectos también contribuyeron a la inflación. La subida de los precios internacionales de las materias primas tendió a incidir de manera más pronunciada en la inflación en los países de Europa central y oriental que en los otros países de la UE no pertenecientes a la zona del euro, debido al mayor peso de los componentes de energía y alimentos en las respectivas cestas de cálculo del IAPC.

La variación de las tasas de inflación, medidas por el IAPC, entre los distintos países siguió siendo significativa en 2010 (véase cuadro 8). Las tasas medias de inflación más elevadas se registraron en Hungría (4,7%), en donde los impuestos especiales se elevaron en enero y los anteriores incrementos del IVA también tuvieron un efecto de base, y en Rumanía (6,1%), en donde se introdujo un sustancial aumento del IVA en julio. La inflación se situó entre el 2,2% y el 3,3% en la mayoría de los otros países. En la República Checa, Lituania y Suecia, la tasa media de inflación fue positiva pero inferior al 2%. Letonia fue el único país que registró, en promedio, una tasa de inflación negativa del -1,2%. La evolución interanual sugiere una tendencia alcista de la inflación en la mayoría de los países. Letonia volvió a registrar una tasa positiva en septiembre de 2010, debido enteramente a la subida de los precios de la energía y los alimentos. La inflación interanual, excluidos los precios de la energía y los alimentos, siguió siendo moderada en todos los países e incluso negativa en algunos casos (por ejemplo, Letonia y Lituania), lo que indicaría que las presiones inflacionistas por el lado de la demanda fueron débiles en 2010.

Cuadro 8 Inflación, medida por el IAPC, en los Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro y en la zona del euro

(tasas de variación interanual)

	2006	2007	2008	2009	2010	2010 I	2010 II	2010 III	2010 IV
Bulgaria	7,4	7,6	12,0	2,5	3,0	1,9	2,9	3,3	4,0
República Checa	2,1	3,0	6,3	0,6	1,2	0,4	0,9	1,6	2,0
Dinamarca	1,9	1,7	3,6	1,1	2,2	1,9	2,0	2,3	2,5
Estonia	4,4	6,7	10,6	0,2	2,7	0,0	2,9	3,1	5,0
Letonia	6,6	10,1	15,3	3,3	-1,2	-3,9	-2,3	-0,3	1,7
Lituania	3,8	5,8	11,1	4,2	1,2	-0,4	0,5	1,8	2,9
Hungría	4,0	7,9	6,0	4,0	4,7	5,8	5,2	3,6	4,3
Polonia	1,3	2,6	4,2	4,0	2,7	3,4	2,5	2,1	2,7
Rumanía	6,6	4,9	7,9	5,6	6,1	4,6	4,3	7,5	7,8
Suecia	1,5	1,7	3,3	1,9	1,9	2,7	1,8	1,3	1,8
Reino Unido	2,3	2,3	3,6	2,2	3,3	3,3	3,4	3,1	3,4
UE-8 ¹⁾	3,2	4,4	6,6	3,7	3,2	2,8	2,8	4,6	5,2
UE-11 ²⁾	2,5	3,1	4,7	2,7	3,2	3,1	3,0	3,0	3,4
Zona del euro	2,2	2,1	3,3	0,3	1,6	1,1	1,5	1,7	2,0

Fuente: Eurostat.

1) El agregado UE-8 incluye los ocho países no pertenecientes a la zona del euro (a 31 de diciembre de 2010) que se incorporaron a la UE en 2004 o 2007.

2) El agregado UE-11 incluye los once Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro a 31 de diciembre de 2010.

POLÍTICAS FISCALES

Salvo Estonia y Suecia, se estima que todos los Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro registraron ratios de déficit de las Administraciones Públicas superiores al valor de referencia del 3% del PIB en 2010. El Reino Unido siguió registraron un déficit muy abultado, del 10,5% del PIB. Las ratios de déficit se redujeron en 2010 en la mayoría de estos países en comparación con 2009, en parte porque el crecimiento económico, mayor de lo esperado, dio lugar a un incremento de los ingresos fiscales, mientras que las ratios de deuda con respecto al PIB siguieron aumentando. En la mayoría de los países, los resultados presupuestarios de 2010 fueron coherentes con los objetivos de los programas de convergencia actualizados presentados a finales de 2009. La mejora de los saldos presupuestarios en 2010 en comparación con 2009 difiere considerablemente entre países dependiendo del alcance de la mejora del entorno macroeconómico y de la respuesta fiscal del país a la crisis financiera y económica mundial. Mientras que Bulgaria, la República Checa, los Estados bálticos y Rumanía adoptaron medidas para recortar o restringir el gasto en 2010, en otros países se permitió el funcionamiento de los estabilizadores automáticos. Además, en

Dinamarca y Suecia, se adoptaron medidas discrecionales de estímulo fiscal para hacer frente a la crisis.

A finales de 2010, todos los Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro, salvo Estonia y Suecia, estaban sujetos a una decisión del Consejo sobre la existencia de un déficit excesivo. Los plazos para corregir esta situación se han establecido en el año 2011 en el caso de Bulgaria y Hungría, 2012 para Letonia, Lituania, Polonia y Rumanía, 2013 para la República Checa y Dinamarca y (el ejercicio financiero) 2014/2015 para Reino Unido.

En 2010, se estima que las ratios de deuda con respecto al PIB aumentaron en todos los Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro, salvo en Suecia, aunque este incremento ha sido más moderado que en 2009 en la mayoría de los países. Los mayores incrementos de esta ratio se registraron en Reino Unido (9,6 puntos porcentuales), Letonia (9 puntos porcentuales) y Lituania (7,9 puntos porcentuales) como consecuencia, principalmente, de los elevados déficits presupuestarios contabilizados en esos países. Mientras la ratio de deuda se mantuvo por encima del valor de referencia del 60% del PIB en Hungría y siguió aumentando por

Cuadro 9 Situación presupuestaria de los Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro y de la zona del euro

(en porcentaje del PIB)

	Saldo presupuestario					Deuda bruta				
	Previsiones de la Comisión Europea de otoño de 2010				Programas de convergencia actualizados en 2009/2010 2010	Previsiones de la Comisión Europea de otoño de 2010				Programas de convergencia actualizados en 2009/2010 2010
	2007	2008	2009	2010 ³⁾		2007	2008	2009	2010 ³⁾	
Bulgaria	1,1	1,7	-4,7	-3,8	0,0	17,2	13,7	14,7	18,2	14,6
República Checa	-0,7	-2,7	-5,8	-5,2	-5,3	29,0	30,0	35,3	40,0	38,6
Dinamarca	4,8	3,2	-2,7	-5,1	-5,3	27,3	34,1	41,5	44,9	41,8
Estonia	2,5	-2,8	-1,7	-1,0	-2,2	3,7	4,6	7,2	8,0	10,1
Letonia	-0,3	-4,2	-10,2	-7,7	-8,5	9,0	19,7	36,7	45,7	55,1
Lituania	-1,0	-3,3	-9,2	-8,4	-8,1	16,9	15,6	29,5	37,4	36,6
Hungría	-5,0	-3,7	-4,4	-3,8	-3,8	66,1	72,3	78,4	78,5	79,0
Polonia	-1,9	-3,7	-7,2	-7,9	-6,9	45,0	47,1	50,9	55,5	53,1
Rumanía	-2,6	-5,7	-8,6	-7,3	-6,3	12,6	13,4	23,9	30,4	28,3
Suecia	3,6	2,2	-0,9	-0,9	-3,4	40,0	38,2	41,9	39,9	45,5
Reino Unido	-2,7	-5,0	-11,4	-10,5	-12,0	44,5	52,1	68,2	77,8	82,1
UE-8 ¹⁾	-1,9	-3,6	-6,8	-6,6	-5,8	35,7	37,7	43,7	48,5	47,0
UE-11 ²⁾	-1,4	-3,3	-8,4	-8,0	-8,9	40,9	45,6	56,9	63,3	65,7
Zona del euro	-0,6	-2,0	-6,3	-6,3	-6,7	66,2	69,8	79,2	84,2	83,9

Fuentes: Previsiones de la Comisión Europea de otoño de 2010, programas de convergencia actualizados en 2009/2010 y cálculos del BCE.

Nota: Los datos se basan en las definiciones del SEC 95. Las cifras correspondientes a 2010 de los programas de convergencia fueron fijadas por los Gobiernos nacionales y, por lo tanto, podrían diferir de los datos definitivos.

1) El agregado UE-8 incluye los ocho países no pertenecientes a la zona del euro (a 31 de diciembre de 2010) que se incorporaron a la UE en 2004 o 2007.

2) El agregado UE-11 incluye los once Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro a 31 de diciembre de 2010.

3) Los datos correspondientes a 2010 son previsiones.

encima de ese nivel en Reino Unido, en el resto de países se mantuvo por debajo del nivel de referencia.

EVOLUCIÓN DE LA BALANZA DE PAGOS

En 2010, los saldos agregados de la balanza por cuenta corriente y de capital de los Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro, expresados en porcentaje del PIB, experimentaron un deterioro en la mayoría de los países (véase cuadro 10). Sin embargo, la evolución por países fue muy heterogénea. En Estonia, Letonia y Lituania se redujeron los superávits por cuenta corriente y de capital, como resultado de la gradual recuperación de esas economías y del fortalecimiento de la demanda interna. El superávit también se redujo en Suecia, como consecuencia del deterioro de la balanza comercial resultante de la sólida recuperación de la demanda interna. En la República Checa, el saldo agregado de la balanza por cuenta corriente y de capital cambió de superávit a déficit, debido a un aumento

del déficit de la balanza de rentas y a una reducción del superávit comercial. El déficit por cuenta corriente y de capital aumentó en algunos países: en Polonia, como consecuencia de la solidez de la demanda interna en 2010 y del incremento del déficit de la balanza de rentas; en Rumanía, debido principalmente a la caída de las remesas y, en Reino Unido, como resultado del deterioro de la balanza comercial. No obstante, en otros países, el saldo registró una mejora. En Bulgaria, el saldo agregado por cuenta corriente y de capital pasó de déficit a superávit, debido al fortalecimiento de las exportaciones y al proceso de ajuste en curso. En Hungría, el superávit aumentó del 0,7% del PIB en 2009 al 3% del PIB en 2010, como consecuencia de la recuperación inducida, en gran medida, por las exportaciones. Dinamarca registró un aumento del superávit, desde el 3,5% en 2009 hasta el 4,8% en 2010, debido al fortalecimiento de las exportaciones y al hecho de que la demanda interna siguió siendo moderada.

Cuadro 10 Balanza de pagos de los Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro y de la zona del euro

(en porcentaje del PIB)

	Cuenta corriente y cuenta de capital				Inversiones directas netas				Otras inversiones netas			
	2007	2008	2009	2010	2007	2008	2009	2010	2007	2008	2009	2010
Bulgaria	-27,1	-22,3	-8,6	-0,7	28,7	17,5	9,6	5,6	16,8	16,9	-1,7	-2,5
República Checa	-2,6	0,2	0,1	-1,5	5,1	1,0	0,7	3,5	0,1	1,2	-1,0	-3,1
Dinamarca	1,4	2,7	3,5	4,8	-2,8	-3,5	-1,3	-1,2	3,3	2,0	3,8	12,1
Estonia	-16,2	-8,7	7,3	7,2	4,5	2,6	0,7	7,6	13,8	4,9	3,0	-6,8
Letonia	-20,4	-11,6	11,0	8,8	6,8	3,0	0,6	0,3	19,3	7,6	-9,8	-2,9
Lituania	-12,8	-11,3	7,7	6,8	3,6	3,6	-0,1	0,7	13,0	5,8	-10,8	-14,7
Hungría	-6,2	-6,1	0,7	3,0	2,3	1,5	-0,1	2,6	5,4	18,2	8,8	-0,2
Polonia	-3,6	-3,7	-0,5	-1,3	4,3	2,0	2,0	1,5	6,5	6,0	3,1	2,7
Rumanía	-12,8	-11,1	-3,7	-4,6	5,7	6,7	3,0	2,6	11,2	6,2	2,0	4,6
Suecia	8,4	8,6	7,4	6,5	-2,2	1,4	-4,9	-3,0	-3,0	8,7	-9,0	-7,3
Reino Unido	-2,4	-1,3	-1,5	-1,7	-4,4	-2,6	1,2	0,4	-0,8	-9,7	-3,0	-8,9
UE-11 ¹⁾	-1,4	-0,4	0,4	0,3	2,6	-0,9	0,2	-1,1	-0,5	0,3	-7,3	-10,4
UE-3 ²⁾	0,0	0,7	0,5	0,3	2,1	-2,7	-0,8	-1,8	-1,5	-1,3	-11,4	-14,8
UE-8 ³⁾	-1,4	-1,1	-0,1	-0,1	4,1	5,5	3,6	1,8	3,3	5,9	7,4	5,4
Zona del euro	0,2	-1,3	-0,5	-0,4	-1,0	-2,6	-0,8	-1,1	0,3	1,4	-2,4	-0,2

Fuente: BCE.

Nota: Los datos para 2010 se refieren a la media de cuatro trimestres hasta el tercer trimestre de 2010.

1) El agregado UE-11 incluye las contribuciones ponderadas de los once Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro a 31 de diciembre de 2010.

2) El agregado UE-3 comprende las contribuciones ponderadas de Dinamarca, Suecia y Reino Unido.

3) El agregado UE-8 incluye las contribuciones ponderadas de los ocho Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro (a 31 de diciembre de 2010) que se incorporaron a la UE en 2004 o 2007.

En lo que respecta a la financiación, las entradas de flujos de inversión extranjera directa se estabilizaron o aumentaron a lo largo de 2010 en casi todos los países no pertenecientes a la zona del euro que se incorporaron a la UE en 2004 o posteriormente. Dinamarca y Suecia siguieron siendo exportadores netos de inversiones directas. En la República Checa, Lituania y Polonia, los incrementos de los componentes más estables de la financiación de la cuenta corriente vinieron acompañados de considerables aumentos de las inversiones de cartera netas. Por lo que se refiere a los flujos de otras inversiones, muchos países registraron de nuevo salidas netas, principalmente como consecuencia de una intensificación del proceso de desapalancamiento. En Letonia y Rumanía, las entradas de capital privado en 2010 siguieron complementándose con programas de asistencia financiera de organismos internacionales.

EVOLUCIÓN DE LOS TIPOS DE CAMBIO

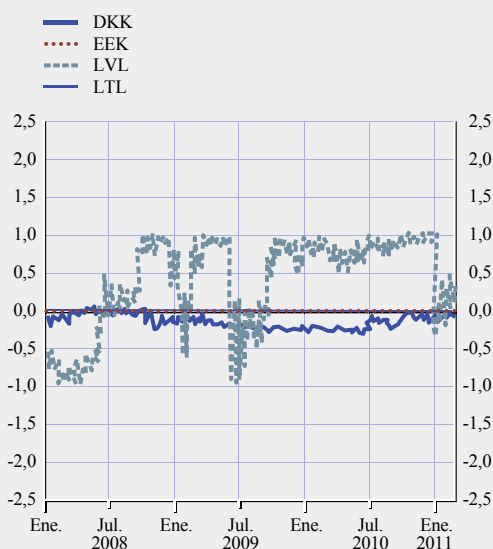
En 2010, la evolución de los tipos de cambio en los Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro estuvo muy determinada por los regímenes cambiarios vigentes en cada país.

Las monedas de Dinamarca, Estonia, Letonia y Lituania participaron en el mecanismo de tipos de cambio II (MTC II), sujetas a una banda de fluctuación estándar de $\pm 15\%$ en torno a sus paridades centrales frente al euro, con la excepción de la corona danesa, que mantiene una banda de fluctuación más estrecha de $\pm 2,25\%$ (véase gráfico 41). La participación en el MTC II fue acompañada, en algunos países, de un compromiso unilateral, por parte del país en cuestión, de mantener una banda de fluctuación más estrecha o un régimen de *currency board*, sin que ello suponga ninguna obligación adicional para el BCE. Concretamente, la corona estonia y la litas lituana se incorporaron al MTC II con los regímenes de *currency board* que tenían en vigor, mientras que las autoridades letonas decidieron mantener el tipo de cambio del lats en su paridad central frente al euro con una banda de fluctuación de $\pm 1\%$.

La corona estonia y la litas lituana se mantuvieron en su paridad central durante 2010. El lats letón se mantuvo, en general, estable dentro de la banda de $\pm 1\%$ establecida unilateralmente frente al euro, fluctuando en niveles próximos al límite

Gráfico 41 Evolución de las monedas de la UE que participan en el MTC II

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

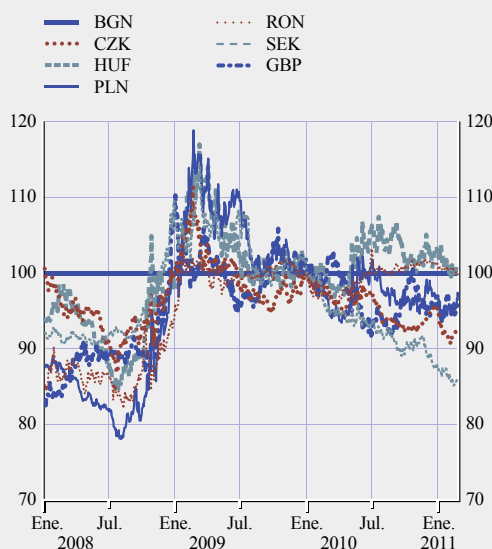


Fuente: BCE.

Notas: Una desviación positiva (negativa) de la paridad central frente al euro significa que la moneda se sitúa en la parte débil (fuerte) de la banda. Para la corona danesa, la banda de fluctuación es de $\pm 2,25\%$; para todas las demás monedas, la banda de fluctuación estándar es de $\pm 15\%$. No obstante, en virtud de compromisos unilaterales, la banda de fluctuación del lats letón es de $\pm 1\%$; para la litas lituana se mantiene un régimen de *currency board*, el mismo que se mantuvo para la corona eslovaca hasta la adopción del euro en enero de 2011. La última observación corresponde al 25 de febrero de 2011.

Gráfico 42 Evolución frente al euro de las monedas de la UE que no participan en el MTC II

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



Fuente: BCE.

Notas: Un aumento (disminución) indica una depreciación (apreciación) de la moneda. La última observación corresponde al 25 de febrero de 2011.

débil de la banda. El lats no se vio sometido a presiones significativas en 2010, debido a la estabilización de la situación macroeconómica y a la mejora del sentimiento de los inversores con respecto a la economía letona. Además, la observancia de las condiciones del programa de asistencia financiera internacional de la UE y el FMI fue otra fuente de apoyo y sigue siendo fundamental para la credibilidad del régimen de tipo de cambio fijo en el futuro.

Por lo que respecta a las monedas de los Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro que no participan en el MTC II, pueden distinguirse dos grupos atendiendo a la evolución cambiaria. Mientras que la corona checa, el zloty polaco, la corona sueca y la libra esterlina siguieron apreciándose frente al euro, el forint húngaro y el leu rumano se mantuvieron,

en general, estables (véase gráfico 42). La corona checa, el zloty polaco y la corona sueca contaron con el respaldo del crecimiento experimentado por las respectivas economías. La libra esterlina se apreció, en general, frente al euro, pero el tipo de cambio registró una alta volatilidad. Con la excepción de la corona checa y de la corona sueca, las monedas que se apreciaron no han vuelto a registrar los niveles observados frente al euro antes de 2008.

Los breves episodios de volatilidad que experimentó el tipo de cambio del forint frente al euro fueron reflejo de tensiones políticas en Hungría, incluida la interrupción de las negociaciones entre los organismos internacionales y el Gobierno húngaro y las rebajas de la calificación crediticia por parte de las principales agencias de calificación. El leu

rumano se mantuvo prácticamente invariable desde enero de 2010, salvo por algunos breves períodos de mayor volatilidad, debido, en gran medida, a tensiones políticas y a los consiguientes riesgos respecto a la aplicación de las medidas de consolidación fiscal acordadas con organismos internacionales. El lev búlgaro no experimentó variaciones frente al euro, ya que mantiene un régimen de *currency board* respecto a la moneda única.

EVOLUCIÓN FINANCIERA

La situación en los mercados financieros mejoró, en general, en los Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro a lo largo de 2010. Los tipos de interés a largo plazo, medidos por el rendimiento de la deuda pública a diez años, se redujeron en la mayoría de los países y los diferenciales frente a la deuda pública de la zona del euro se estrecharon en promedio. El descenso de los rendimientos a largo plazo fue más pronunciado en Letonia y Lituania, debido a la mejora de los resultados macroeconómicos y también por los muy elevados niveles de partida a comienzos de 2010. Por lo que respecta a los mercados monetarios, los tipos de interés se redujeron de forma significativa en casi todos los países, debido, en parte, a las bajadas de los tipos de interés oficiales. Una excepción notable es Suecia, donde las subidas de los tipos de interés oficiales a partir del verano contribuyeron a elevar los tipos de mercado a corto plazo en unos 150 puntos básicos.

Las turbulencias experimentadas en algunos mercados de deuda soberana de la zona del euro solo tuvieron un impacto limitado en los diferenciales de los seguros de riesgo de crédito (CDS) de los Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro. Considerando el conjunto del año, la mayoría de los países solo registraron pequeñas variaciones de las primas. No obstante, hay que señalar algunas notables excepciones. En los Estados bálticos, las primas descendieron unos 145 puntos básicos en promedio, como resultado, entre otros factores, de la mayor confianza en las medidas de austeridad y de la mejora de la situación macroeconómica. Por el contrario, la persistente

preocupación sobre la sostenibilidad del proceso de consolidación fiscal en Hungría hizo que los diferenciales de los CDS húngaros aumentaran unos 140 puntos básicos a lo largo del año. Los mercados bursátiles de los Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro superaron, en promedio, a los de la zona del euro por un amplio margen. Las diferencias más pronunciadas se registraron en los Estados bálticos, donde las cotizaciones aumentaron alrededor de un 55%, en promedio, en 2010.

A principios de 2011, los mercados de renta variable siguieron fortaleciéndose en la mayoría de los países, mientras que la evolución de los rendimientos de la deuda pública a largo plazo fue desigual. Los diferenciales de los CDS húngaros se redujeron en torno a 75 puntos básicos, respaldados por una mejora en el sentimiento de los inversores.

POLÍTICA MONETARIA

El objetivo principal de la política monetaria en todos los Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro es la estabilidad de precios. No obstante, las estrategias de política monetaria siguieron variando considerablemente de un país a otro (véase cuadro 11).

En el primer semestre de 2010, muchos bancos centrales de la UE no pertenecientes a la zona del euro, como el Česká národní banka, el Danmarks Nationalbank, el Latvijas Banka, el Magyar Nemzeti Bank y la Banca Națională a României, redujeron sus tipos de interés oficiales. La mayoría de estas reducciones de los tipos tenían por objeto estimular la concesión de préstamos bancarios y respaldar la actividad económica (en vista de que varios países registraban brechas de producción negativas de magnitud significativa). En el segundo semestre de 2010 y a comienzos de 2011, el ciclo de relajación tocó a su fin en la mayoría de los Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro. Con la excepción del Latvijas Banka, todos los bancos centrales de la UE no pertenecientes a la zona del euro que modificaron sus tipos de interés oficiales en este período, incluidos el Danmarks Nationalbank,

Cuadro II Estrategias oficiales de política monetaria de los Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro

	Estrategia de política monetaria	Moneda	Características
Bulgaria	Objetivo de tipo de cambio	Lev búlgaro	Objetivo de tipo de cambio: vinculación al euro con una paridad central de 1,95583 lev por euro con un sistema de <i>currency board</i> .
República Checa	Objetivo de inflación	Corona checa	Objetivo de inflación: 3% $\pm$ 1 punto porcentual hasta finales de 2009 y 2% $\pm$ 1 punto porcentual a partir de entonces. Tipo de cambio de flotación controlada.
Dinamarca	Objetivo de tipo de cambio	Corona danesa	Participa en el MTC II con una banda de fluctuación de $\pm 2,25\%$ en torno a una paridad central de 7,46038 coronas danesas por euro.
Estonia	Objetivo de tipo de cambio	Corona estonia	Participaba en el MTC II con una banda de fluctuación de $\pm 15\%$ en torno a una paridad central de 15,6466 coronas estonias por euro y mantuvo su sistema de <i>currency board</i> como compromiso unilateral. El 1 de enero de 2011, el euro se convirtió en moneda de curso legal en Estonia, reemplazando a la corona estonia al tipo de cambio fijo irrevocable de 15,6466 coronas por euro.
Letonia	Objetivo de tipo de cambio	Lats letón	Participa en el MTC II con una banda de fluctuación de $\pm 15\%$ en torno a una paridad central de 0,702804 lats letones por euro. Letonia mantiene una banda de fluctuación de $\pm 1\%$ como compromiso unilateral.
Lituania	Objetivo de tipo de cambio	Litas lituana	Participa en el MTC II con una banda de fluctuación de $\pm 15\%$ en torno a una paridad central de 3,45280 litas lituanas por euro. Lituania mantiene su sistema de <i>currency board</i> como compromiso unilateral.
Hungría	Objetivo de inflación	Forint húngaro	Objetivo de inflación: 3% de objetivo a medio plazo desde 2007. Régimen cambiario de flotación libre.
Polonia	Objetivo de inflación	Zloty polaco	Objetivo de inflación: 2,5%, ± 1 punto porcentual (incremento interanual del IPC). Régimen cambiario de flotación libre.
Rumanía	Objetivo de inflación	Leu rumano	3,5% ± 1 punto porcentual al final de 2010, 3% ± 1 punto porcentual al final de 2011 y de 2012, y 2,5% ± 1 punto porcentual para el final de año a partir de 2013. Régimen cambiario de flotación controlada.
Suecia	Objetivo de inflación	Corona sueca	Objetivo de inflación: Incremento del IPC del 2%. Régimen cambiario de flotación libre.
Reino Unido	Objetivo de inflación	Libra esterlina	Objetivo de inflación: 2% medido por el incremento interanual del IPC. En caso de desviación de más de un punto porcentual, el gobernador del Bank of England debería dirigir una carta abierta, en nombre del Comité de Política Monetaria, al Ministro de Hacienda. Régimen cambiario de flotación libre.

Fuente: SEBC.

Nota: El IPC es igual al IAPC en el caso del Reino Unido.

el Magyar Nemzeti Bank, el Narodowy Bank Polski y el Sveriges Riksbank, decidieron elevarlos. La mayor parte de los incrementos de los tipos de interés tenían por objeto garantizar el cumplimiento de los objetivos de inflación a medio plazo de los respectivos bancos centrales. Los bancos centrales de Hungría y Rumanía mantuvieron en 2010 los tipos de interés más altos (5,75% y 6,25%, respectivamente, a finales de año), debido al hecho de que registraron tasas de inflación y primas de riesgo más elevadas en comparación con otros países de este

grupo. En el caso de Rumanía, el elevado tipo de interés oficial reflejó también la intención del banco central de contrarrestar el riesgo de que se produjeran efectos de segunda vuelta derivados de perturbaciones por el lado de la oferta (incluidos el aumento del tipo del IVA en julio de 2010, así como la subida de los precios de la energía y los alimentos).

Por lo que respecta a las medidas de política monetaria no convencionales, a lo largo de 2010, el Bank of England mantuvo sus compras de

activos financiadas con la emisión de reservas del banco central, por una cuantía de 200 mm de libras esterlinas. La decisión obedeció al criterio del Comité de Política Monetaria del Bank of England, que consideró que la orientación de la política monetaria seguía siendo apropiada para alcanzar el objetivo de inflación a medio plazo y que los riesgos inflacionistas no habían cambiado suficientemente como para justificar un cambio de política. Las medidas no convencionales adoptadas por el Sveriges Riksbank (préstamos a tipo de interés fijo a las entidades de crédito a un plazo de doce meses) expiraron en 2010 y no se introdujeron nuevas medidas, dada la robusta recuperación de la economía y el repunte del crecimiento del crédito.



La nueva sede del BCE, diseñada por COOP HIMMELB(L)AU, se finalizará en 2013. El conjunto consta de tres elementos constructivos principales: una doble torre de oficinas, el antiguo Grossmarkthalle y el edificio de entrada.