



EDITORIAL

En su reunión celebrada el 8 de mayo, el Consejo de Gobierno decidió, sobre la base de su análisis económico y monetario periódico, mantener sin variación los tipos de interés oficiales del BCE. La información disponible sigue indicando que la moderada recuperación de la economía de la zona del euro continua avanzando en consonancia con la anterior valoración del Consejo de Gobierno. Al mismo tiempo, la información más reciente sigue siendo compatible con la expectativa del Consejo de Gobierno de un período prolongado de baja inflación, seguido de una evolución ascendente, aunque solo gradual, de las tasas de inflación medida por el IAPC. Las señales procedentes del análisis monetario confirman el escenario de debilidad de las presiones subyacentes sobre los precios en la zona del euro a medio plazo. Las expectativas de inflación a medio y largo plazo en la zona del euro siguen firmemente ancladas en línea con el objetivo del Consejo de Gobierno de mantener las tasas de inflación en niveles inferiores, aunque próximos, al 2%.

De cara al futuro, el Consejo de Gobierno realizará un seguimiento muy atento de la evolución de la economía y de los mercados monetarios. El Consejo de Gobierno mantendrá un alto grado de acomodación monetaria y actuará con rapidez, si fuera necesario, adoptando medidas adicionales de relajación de la política monetaria. El Consejo de Gobierno reitera firmemente su expectativa de que los tipos de interés oficiales del BCE se mantengan en los niveles actuales, o en niveles inferiores, durante un período prolongado. Esta expectativa se basa en el mantenimiento a medio plazo de unas perspectivas de inflación en general contenidas, dada la debilidad generalizada de la economía, las bajas tasas de utilización de la capacidad productiva y la lenta creación de dinero y crédito. El Consejo de Gobierno es unánime en su compromiso de utilizar también instrumentos no convencionales acordes con su mandato para afrontar eficazmente los riesgos de un período de baja inflación demasiado prolongado. A principios de junio estarán disponibles nuevos datos y análisis relativos a las perspectivas de inflación y la disponibilidad de préstamos bancarios para el sector privado.

En lo que respecta al análisis económico, el PIB real de la zona del euro aumentó un 0,2%, en tasa intertrimestral, en el último trimestre de 2013, registrando un incremento durante tres trimestres consecutivos. Los últimos datos y los resultados de las encuestas recientes confirman que la moderada recuperación económica en curso continuó en el primer trimestre de 2014 y el principio del segundo trimestre. De cara al futuro, diversos factores deberían seguir respaldando la demanda interna, entre ellos, la orientación acomodaticia de la política monetaria, los efectos en la economía real de la actual mejora de las condiciones de financiación, los avances realizados en el saneamiento presupuestario y en las reformas estructurales y la evolución de los precios de la energía. Al mismo tiempo, aunque los mercados de trabajo se han estabilizado y han mostrado las primeras señales de mejora, el desempleo continua siendo elevado en la zona del euro y, en general, el nivel de utilización de la capacidad productiva sigue siendo considerablemente bajo. Asimismo, la tasa de variación interanual de los préstamos concedidos por las IFM al sector privado siguió siendo negativa en marzo y los ajustes necesarios en los balances de los sectores público y privado continuarán afectando al ritmo de la recuperación económica.

Los riesgos en torno a las perspectivas económicas de la zona del euro siguen siendo a la baja. Los riesgos geopolíticos, así como la evolución de los mercados financieros mundiales y de las economías emergentes podrían afectar negativamente a las condiciones económicas. Otros riesgos a la baja están relacionados con una demanda interna más débil de lo esperado y una aplicación insuficiente de reformas estructurales en los países de la zona del euro, así como con un menor crecimiento de las exportaciones.

Según la estimación preliminar de Eurostat, la inflación interanual medida por el IAPC de la zona del euro se situó en el 0,7% en abril de 2014, tras el 0,5% registrado en marzo. Como se esperaba, este incremento se debió principalmente a un aumento de los precios de los servicios como consecuencia de

las fechas de la Semana Santa. Teniendo en cuenta la información disponible, se prevé que las tasas de inflación interanual medida por el IAPC se mantengan en torno a los reducidos niveles actuales durante los próximos meses, y que experimenten solo un incremento gradual durante 2015 hasta situarse en niveles más próximos al 2 % en los últimos meses de 2016. Las nuevas proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema se publicarán a principios de junio. Las expectativas de inflación a medio y a largo plazo siguen firmemente ancladas en niveles compatibles con la estabilidad de precios.

El Consejo de Gobierno considera que los riesgos tanto al alza como a la baja para las perspectivas sobre la evolución de los precios son limitados y, en general, están equilibrados a medio plazo. En este contexto, las posibles repercusiones tanto de los riesgos geopolíticos como de la evolución de los tipos de cambio serán objeto de un atento seguimiento.

En lo que respecta al análisis monetario, los datos de marzo de 2014 siguen apuntando a un crecimiento subyacente débil del agregado monetario amplio (M3). El crecimiento interanual de M3 se moderó en marzo hasta el 1,1 %, desde el 1,3 % registrado en febrero. El crecimiento del agregado monetario estrecho M1 siguió siendo vigoroso, aunque en marzo descendió hasta el 5,6 %, tras el 6,2 % de febrero. El incremento de la posición acreedora neta frente al exterior de las IFM, que refleja en parte el continuado interés de los inversores internacionales en los activos de la zona del euro, continua siendo el principal factor del crecimiento interanual de M3.

La tasa de variación interanual de los préstamos a sociedades no financieras (ajustados de ventas y titulizaciones) se situó en el -3,1 % en marzo, sin variación respecto a febrero. La débil evolución de los préstamos a las sociedades no financieras sigue reflejando su desfase con respecto al ciclo económico, el riesgo crediticio y el ajuste en curso de los balances de los sectores financiero y no financiero. El crecimiento interanual de los préstamos a hogares (ajustados de ventas y titulizaciones) se situó en el 0,4 % en marzo de 2014, prácticamente sin variación desde principios de 2013.

Los resultados de la encuesta sobre préstamos bancarios de abril de 2014 confirmaron la estabilización de las condiciones aplicadas a los préstamos concedidos a empresas y a hogares. Durante los tres meses anteriores, los criterios para la concesión de crédito se mantuvieron prácticamente sin variación para los préstamos a empresas, aunque se relajaron en términos netos para los hogares. En consonancia, en términos generales, con estos resultados, en la encuesta sobre el acceso a la financiación de las pequeñas y medianas empresas (pymes) correspondiente al período comprendido entre octubre de 2013 y marzo de 2014, las pymes declararon que la disponibilidad de créditos bancarios se había hecho menos negativa y que había mejorado en algunos países de la zona del euro. De acuerdo con ambas encuestas, la contribución a esta evolución de las expectativas relativas a la actividad económica fue menos negativa o, incluso, positiva. Al mismo tiempo, las entidades de crédito siguieron declarando niveles estrictos de los criterios para la concesión de crédito, considerados desde una perspectiva histórica.

Desde el verano de 2012 se han logrado progresos importantes en la mejora de la situación de financiación de las entidades de crédito. Con el fin de garantizar una transmisión adecuada de la política monetaria a las condiciones de financiación en los países de la zona del euro, es esencial que la fragmentación de los mercados de crédito de la zona siga reduciéndose y que la capacidad de resistencia de las entidades de crédito se refuerce donde resulte necesario. En este contexto, la evaluación global de los balances de las entidades de crédito que se está llevando a cabo reviste una importancia primordial. Las entidades de crédito deberían aprovechar al máximo este ejercicio para mejorar su capital y su posición de solvencia, contribuyendo con ello a superar las restricciones a la oferta de crédito que pudieran obstaculizar la recuperación.

En síntesis, el análisis económico confirma la expectativa del Consejo de Gobierno de un período prolongado de baja inflación, seguido de una evolución ascendente, aunque solo gradual, de la inflación medida por el IAPC hacia niveles más próximos al 2%. El contraste con las señales procedentes del análisis monetario confirma el escenario de debilidad de las presiones subyacentes sobre los precios en la zona del euro a medio plazo.

En lo que concierne a las políticas fiscales, según las previsiones económicas de primavera de la Comisión Europea, se espera que el déficit de las Administraciones Públicas de la zona del euro siga descendiendo, desde el 3,0% del PIB registrado en 2013 hasta situarse este año en el 2,5% y en el 2,3% en 2015. Se prevé que la ratio de la deuda pública en relación con el PIB se estabilice en el 96,0% en 2014 y que descienda hasta el 95,4% en 2015. En vista del nivel todavía elevado de las ratios de deuda y a fin de mejorar la sostenibilidad de las finanzas públicas, los países de la zona del euro deberían mantener los progresos logrados en materia de saneamiento presupuestario y cumplir los compromisos adquiridos en el marco del Pacto de Estabilidad y Crecimiento. Al mismo tiempo, se necesitan reformas estructurales amplias y ambiciosas de los mercados de trabajo y de productos para incrementar el potencial de crecimiento de la zona del euro, mejorar su capacidad de ajuste y reducir el alto nivel de desempleo presente en muchos países de la zona del euro. A este fin, el Consejo de Gobierno comparte la comunicación de la reunión del Consejo ECOFIN celebrada el 6 de mayo de 2014 de que se necesita una actuación política decisiva en aquellos países en los que los desequilibrios macroeconómicos obstaculizan el buen funcionamiento de la Unión Económica y Monetaria.

La presente edición del Boletín Mensual contiene dos artículos. El primero tiene como objetivo identificar los factores que han caracterizado la crisis de deuda soberana de la zona del euro a fin de explicar la evolución de los diferenciales de rendimiento de la deuda soberana. En el segundo artículo se analiza la evolución de la actividad en los principales sectores económicos de la zona del euro desde 2008 y se hace una comparación con recesiones anteriores.

EVOLUCIÓN ECONÓMICA Y MONETARIA RESÚMENES DE LAS SECCIONES



I ENTORNO EXTERIOR DE LA ZONA DEL EURO

La recuperación de la actividad económica mundial continúa por la senda adecuada, pese a que se prevé cierta moderación en el primer trimestre del año, debido principalmente a factores transitorios. Mientras que los fundamentos económicos subyacentes se están fortaleciendo gradualmente en las economías avanzadas, sentando las bases para una aceleración del crecimiento mundial, las perspectivas de las economías emergentes se están viendo frenadas por problemas estructurales y por las tensiones geopolíticas. La inflación y las presiones inflacionistas a escala mundial se mantienen contenidas.

2 EVOLUCIÓN MONETARIA Y FINANCIERA

2.1 DINERO Y CRÉDITO DE LAS IFM

En marzo de 2014, el crecimiento subyacente del agregado monetario amplio continuó siendo débil, mientras que el crédito a los residentes en la zona del euro siguió registrando un crecimiento negativo. El crecimiento interanual de M3 se debilitó, pero continuó estando respaldado por el robusto crecimiento de sus componentes más líquidos. Las salidas observadas en M3 tuvieron su origen, principalmente, en los instrumentos negociables. En cuanto a las contrapartidas, el crecimiento interanual del agregado monetario amplio se vio favorecido por los fuertes incrementos intermensuales de la posición acreedora neta frente al exterior de las IFM, atribuibles, en parte, a los superávits por cuenta corriente y al gran interés de los inversores internacionales por los valores de la zona del euro. La tasa de descenso interanual del crédito otorgado por las IFM al sector privado (ajustado de ventas y titulaciones) se estabilizó, aunque siguió constituyendo un lastre para la creación de dinero. La contracción del crédito es acorde con la debilidad de la demanda de préstamos y las restricciones de oferta.

2.2 EMISIONES DE VALORES

En febrero de 2014, la emisión de valores distintos de acciones por parte de residentes en la zona del euro siguió disminuyendo, aunque a un ritmo ligeramente más lento que en enero. El crecimiento interanual de la emisión de valores distintos de acciones por las sociedades no financieras siguió siendo intenso, pero no compensó totalmente la tasa de crecimiento persistentemente negativa de la emisión de valores distintos de acciones por las IFM. Este sector continuó siendo el que más contribuyó a la emisión de acciones cotizadas por parte de residentes en la zona.

2.3 TIPOS DE INTERÉS DEL MERCADO MONETARIO

En el período comprendido entre el 4 de abril y el 7 de mayo, los tipos de interés sin garantías del mercado monetario se mantuvieron prácticamente sin cambios. Sin embargo, hacia finales de abril aumentaron, como resultado de la reducción del exceso de liquidez y de las tensiones registradas a fin de mes, aunque descendieron de nuevo a principios de mayo de 2014. Los tipos a largo plazo del mercado monetario se elevaron marginalmente durante el período de referencia. Como consecuencia de los reembolsos anticipados, se ha devuelto toda la liquidez neta inyectada originalmente en diciembre de 2011 y en febrero de 2012 mediante las dos operaciones de financiación a plazo más largo (OFPML) con vencimiento a tres años.

2.4 MERCADOS DE RENTA FIJA

En abril y principios de mayo, la evolución de las tensiones geopolíticas y el hecho de que los datos económicos publicados fueran un tanto ambivalentes continuaron influyendo en la dinámica de los mercados de renta fija internacionales. Como resultado, tras algunos episodios de volatilidad durante el período, a comienzos de mayo los rendimientos de la deuda pública a largo plazo, tanto de la zona del euro como de Estados Unidos, se situaron levemente por debajo de los registrados a finales de marzo. Los diferenciales entre el rendimiento de la deuda soberana de la zona del euro y el tipo *swap* del eonia descendieron, en un contexto de ligera disminución de la incertidumbre en los mercados de renta fija y de recuperación de la confianza. Los indicadores financieros de las expectativas de inflación a largo plazo en la zona del euro no registraron variaciones significativas y siguieron siendo plenamente acordes con la estabilidad de precios.

2.5 TIPOS DE INTERÉS DE LOS PRÉSTAMOS Y DE LOS DEPÓSITOS

En marzo de 2014, los tipos de interés aplicados por las IFM a los depósitos a largo plazo de los hogares y de las sociedades no financieras experimentaron un nuevo descenso, mientras que los de los depósitos a corto plazo permanecieron básicamente inalterados. De la misma manera, la mayoría de los tipos de interés de los préstamos concedidos por las IFM se mantuvieron estables en marzo, con la notable excepción de los tipos aplicados por este sector a los préstamos a hogares para adquisición de vivienda, que registraron una ligera reducción en los períodos con fijación del tipo de más de cinco años. Los diferenciales entre los tipos de interés de los préstamos y los tipos de interés de mercado se mantuvieron, en general, estables en marzo, tanto para los préstamos con período de fijación del tipo hasta un año como para aquellos con período de fijación de más de cinco años.

2.6 MERCADOS DE RENTA VARIABLE

Entre finales de marzo y principios de mayo de 2014, las cotizaciones bursátiles descendieron ligeramente en la zona del euro, mientras que en Estados Unidos prácticamente no experimentaron variación. La evolución de las tensiones geopolíticas afectó a la confianza de los inversores en un contexto de cierta ambivalencia de los datos económicos publicados y de información, en general positiva, sobre los beneficios. En ambas áreas económicas, las cotizaciones registraron cierta volatilidad durante el período analizado.

3 PRECIOS Y COSTES

Según la estimación preliminar de Eurostat, la inflación interanual medida por el IAPC de la zona del euro fue del 0,7% en abril de 2014, frente al 0,5% de marzo. Como se esperaba, habida cuenta de las fechas de la Semana Santa, este incremento se debió, principalmente, a un aumento de la tasa de crecimiento de los precios de los servicios. Tomando como base la información actual, se prevé que, en los próximos meses, la inflación interanual medida por el IAPC se mantenga en torno a los reducidos niveles que se registran actualmente, y que se incremente de forma gradual en 2015 hasta situarse en niveles más próximos al 2% hacia finales de 2016. Las expectativas de inflación a medio y largo plazo continúan estando firmemente ancladas en niveles acordes con la estabilidad de precios.

Tanto los riesgos al alza como a la baja para las perspectivas de evolución de los precios siguen siendo limitados y, en general, continúan estando equilibrados en el medio plazo. En este contexto, las posibles repercusiones de los riesgos geopolíticos y de la evolución del tipo de cambio deben ser objeto de estrecho seguimiento.

4 PRODUCTO, DEMANDA Y MERCADO DE TRABAJO

El PIB real de la zona del euro se incrementó un 0,2%, en tasa intertrimestral, en el último trimestre de 2013, creciendo así por tercer trimestre consecutivo. Los datos recientes y los indicadores de opinión confirman que la moderada recuperación en curso continuó en el primer trimestre de 2014 y al inicio del segundo trimestre. De cara al futuro, varios factores deberían seguir respaldando la demanda interna, entre ellos, la orientación acomodaticia de la política monetaria, la mejora de las condiciones de financiación que se está trasladando a la economía real, los avances en la consolidación fiscal y en las reformas estructurales, y la evolución de los precios de la energía. Al mismo tiempo, aunque los mercados de trabajo se han estabilizado y han mostrado las primeras señales de mejora, el desempleo en la zona del euro sigue siendo elevado y, en general, la capacidad productiva sin utilizar continúa siendo considerable. Por otra parte, la tasa de variación interanual de los préstamos concedidos por las IFM al sector privado siguió siendo negativa en marzo, y los necesarios ajustes de los balances de los sectores público y privado siguen afectando al ritmo de la recuperación económica. Los riesgos en torno a las perspectivas económicas de la zona del euro continúan situándose a la baja.

[Si desea leer el capítulo completo en su versión en inglés, haga clic aquí.](#)



I LOS FACTORES DETERMINANTES DE LOS DIFERENCIALES DE RENDIMIENTOS DE LA DEUDA SOBERANA DURANTE LA CRISIS

Los tipos de interés de la deuda soberana desempeñan un papel fundamental en la transmisión de la política monetaria del BCE a los mercados financieros de la zona del euro y a la economía real. Así pues, el estudio de los determinantes de los diferenciales de rendimientos de la deuda soberana en la zona del euro es importante para identificar la heterogeneidad y las posibles disfunciones en el mecanismo de transmisión de la política monetaria en los distintos países. Desde la introducción del euro hasta mediados de 2007, el rendimiento de la deuda soberana fue muy similar en los países de la zona, pese a las importantes diferencias observadas en su situación presupuestaria. A posteriori se puede argumentar que los inversores infravaloraron los riesgos de crédito soberano de algunos países durante ese período. Cuando estalló la crisis de la deuda soberana en la zona del euro, los inversores reevaluaron drásticamente el riesgo de crédito soberano y se tornaron mucho más aversos al riesgo, sobre todo con respecto a los países cuyas finanzas públicas seguían deteriorándose. Durante la fase más aguda de esta crisis, los efectos de contagio y los temores infundados sobre una posible redenominación de la moneda intensificaron la presión al alza sobre los diferenciales soberanos, dificultando la transmisión de la política monetaria en algunos países de la zona. Las medidas de política monetaria no convencionales adoptadas por el Eurosistema durante esa época sirvieron para influir en los diferenciales de tal forma que mejoraron la transmisión de la orientación de la política monetaria en todos los países y permitieron mantener la estabilidad de precios en la zona del euro.

INTRODUCCIÓN

Por lo general, el rendimiento de la deuda soberana se utiliza como referencia para fijar tipos de interés clave, como los tipos de interés de los préstamos concedidos a hogares y empresas, y el rendimiento de los valores de renta fija privada. Por lo tanto, el estudio de sus determinantes es importante para entender el mecanismo de transmisión de la política monetaria y sus posibles disfunciones. Por ejemplo, cuando las entidades de crédito fijan la remuneración de los depósitos, compiten con los rendimientos de los bonos y de las letras del Tesoro emitidos por el Estado. En los países en los que estos rendimientos se han vuelto menos sensibles a los tipos de interés oficiales, la política monetaria puede ser menos efectiva a la hora de influir en los costes de financiación de las entidades de crédito.

En los diez primeros años de existencia del euro, los diferenciales de rendimientos de la deuda pública entre los distintos países de la zona del euro fueron marginales. La orientación de la política monetaria se transmitía fácilmente a los diferentes segmentos de los mercados financieros. Desde este punto de vista, los mercados financieros parecían estar bien integrados, aunque acontecimientos más recientes sugieren que los diferenciales tan reducidos o incluso insignificantes observados en esa época en los países de la zona del euro sometidos a tensiones financieras podrían reflejar, al menos en parte, una infravaloración de su riesgo soberano. Tras la quiebra de Lehman Brothers en septiembre de 2008 y, lo que es más importante, cuando se conoció la grave situación financiera de Grecia en octubre de 2009, aumentaron las dudas sobre la sostenibilidad de las finanzas públicas en varios países de la zona del euro, y sus diferenciales soberanos se ampliaron de forma acusada. Los mercados soberanos se fragmentaron considerablemente por países debido a la percepción de los mercados sobre la distinta viabilidad de los saldos

fiscales, y el mecanismo de transmisión de la política monetaria quedó dañado. Durante la fase más aguda de la crisis de la deuda soberana surgieron temores infundados sobre una posible redenominación de la moneda, que el BCE tuvo que aplacar con políticas monetarias no convencionales, a fin de mantener la estabilidad de precios.

El objetivo de este artículo es identificar los factores que han caracterizado la crisis de la deuda soberana de la zona del euro para explicar la evolución de los diferenciales soberanos en la zona. Los diferenciales de rendimientos de la deuda soberana en la zona del euro se definen en este artículo como la diferencia entre el rendimiento de los bonos a diez años de un país de la zona del euro y el rendimiento de los bonos alemanes al mismo plazo. Este último se suele considerar el rendimiento de referencia en muchos estudios académicos porque la deuda soberana alemana lleva un tiempo disfrutando de una elevada calificación crediticia y, por lo tanto, su rentabilidad puede considerarse una buena aproximación a la de los activos sin riesgo. En aras de la simplicidad, esta convención se mantiene en el artículo aunque, en principio, el rendimiento del bono alemán también se ve afectado por las primas de riesgo.

Las restantes secciones del artículo se estructuran de la manera siguiente. En la sección 2 se presenta un panorama de la literatura sobre los principales determinantes de los diferenciales de la deuda soberana en la zona del euro. En la sección 3 se esbozan brevemente su evolución histórica, incluido el período de estabilidad anterior a la crisis, las perturbaciones experimentadas tras la quiebra de Lehman Brothers y la posterior crisis de la deuda soberana. En la sección 4 se analiza cómo las distintas políticas introducidas por el Eurosistema para abordar los problemas observados en el mecanismo de transmisión de la política monetaria influyeron en los diferenciales de la deuda soberana. En la sección 5 se presentan las conclusiones.

CONCLUSIONES

En los últimos años, los diferenciales de los tipos de interés de la deuda soberana entre los países de la zona del euro se han visto notablemente afectados por las drásticas variaciones registradas en las primas de riesgo. Estos componentes de la remuneración de los bonos soberanos se han caracterizado por magnitudes y volatilidades mucho mayores que las observadas en el período anterior a la crisis.

Tras la infravaloración inicial, los cambios en las percepciones de los mercados sobre la viabilidad de los diferentes emisores soberanos desempeñaron un papel fundamental a la hora de explicar la evolución de los diferenciales soberanos entre los distintos países durante la crisis de la deuda soberana en la zona del euro. Ello sugiere que las finanzas públicas deben ser sometidas a control y que han de acometerse reformas estructurales para mejorar la competitividad y apoyar el crecimiento económico. Además, es necesario fortalecer el sector bancario.

No obstante, en la fase más severa de la crisis de la deuda soberana, los efectos de contagio y los temores infundados acerca de un riesgo de redenominación de la moneda también caracterizaron la evolución de los diferenciales de rendimientos de la deuda soberana de la zona del euro, obligando al Eurosistema a intervenir con el fin de restablecer la adecuada transmisión de la orientación de la política monetaria en los distintos países.

[Si desea leer el artículo completo en su versión en inglés, haga clic aquí.](#)

2 LA ACTIVIDAD SECTORIAL EN LA ZONA DEL EURO DESDE 2008

La recesión que se inició en 2008 ha tenido un fuerte impacto, aunque de intensidad desigual, en los tres sectores principales de la economía de la zona del euro. Los repuntes que han registrado estos sectores desde 2009 han sido mucho menores que las recuperaciones observadas tras recesiones previas a lo largo de las cuatro últimas décadas. De entre los sectores más importantes, el de la construcción ha sido el que ha sufrido el impacto más agudo y prolongado, y su valor añadido aún se sitúa alrededor de un cuarto por debajo del máximo alcanzado antes de la recesión. En cambio, el valor añadido de los servicios retornó a los niveles anteriores a la recesión después de tres años. Pese al fuerte repunte experimentado desde la pronunciada caída de principios de 2009, el valor añadido de la industria (excluida la construcción) de la zona del euro se encuentra todavía cerca de un 5% por debajo de las cotas máximas observadas previamente. Esta evolución a nivel agregado de la zona del euro oculta marcadas diferencias entre los principales países que la integran.

INTRODUCCIÓN

En este artículo se analiza la evolución de la actividad en los principales sectores de la zona del euro desde 2008. Tras haber registrado un máximo cíclico, este período comenzó con un retroceso intertrimestral del PIB real de la zona en el segundo trimestre de 2008, que marcó el inicio de la «Gran Recesión» global y una caída extraordinariamente acusada de la actividad mundial. Después de una leve recuperación del crecimiento del PIB entre el tercer trimestre de 2009 y el tercer trimestre de 2011, los problemas de deuda soberana que habían surgido en algunos países de la zona del euro a lo largo de 2010 y 2011 se tradujeron en una segunda contracción del PIB de la zona —en adelante, la «recaída»— entre el último trimestre de 2011 y el primero de 2013. En el resto del artículo, al período que comprende las dos últimas recesiones en la zona del euro se le denomina «período de recesión», y al máximo cíclico registrado antes de este período, «máximo anterior al período de recesión».

La estructura de este artículo es la siguiente: en la sección 2 se compara la evolución de la actividad en los principales sectores de la zona del euro desde 2008 con el patrón registrado durante recesiones anteriores; en el recuadro 1 se comparan las evoluciones sectoriales en la zona del euro y en Estados Unidos; en la sección 3 se analizan los factores determinantes de la dinámica de cada sector, incluidas las divergencias entre países que subyacen a la evolución agregada de la zona; en el recuadro 2 se examina la evolución del sector de la automoción, que representa una proporción considerable de la producción manufacturera total, y en la sección 4 figuran las conclusiones.

CONCLUSIONES

La crisis económica y financiera mundial llevó a la economía de la zona del euro a un período de notables turbulencias, que se tradujo en dos recesiones en rápida sucesión y en un crecimiento general falto de dinamismo, pese al fuerte repunte de la actividad desde el mínimo inicial registrado en 2009. Durante este período, la evolución de los sectores económicos ha sido muy distinta. Mientras que la actividad de los servicios, a nivel agregado, se ha recuperado hasta alcanzar los niveles anteriores a la recesión, el sector de la construcción ha sufrido un redimensionamiento más permanente, en parte para

corregir el recalentamiento previo de los mercados de la vivienda en algunos países de la zona del euro. El componente cíclico de la actividad industrial también se vio gravemente afectado por el acusado retroceso de la demanda mundial durante la crisis. Mientras que la actividad industrial ha repuntado desde el mínimo que registró en 2009, se ha mantenido algo por debajo del máximo anterior al período de recesión. Entre los principales países de la zona del euro, la actividad en la industria, incluida la construcción, en Italia y en España ha seguido lastrando la evolución agregada de la zona del euro desde 2008. El valor añadido real de los servicios en Italia también ha sido relativamente débil. En cambio, el sector de servicios francés se ha comportado con relativa fuerza desde la crisis. En Alemania, el valor añadido real de los tres sectores se situaba, en 2013, en niveles iguales o superiores a los registrados antes de la recesión.

[Si desea leer el artículo completo en su versión en inglés, haga clic aquí.](#)