

LA DINÁMICA DE LA INVERSIÓN EN EXISTENCIAS EN LA UEM

La dinámica de la inversión en existencias en la UEM

Este artículo ha sido elaborado por Marta Manrique y Ana del Río, de la Dirección General del Servicio de Estudios.

Introducción

Conceptualmente, la *variación de existencias* es parte de la formación bruta de capital de una economía y, de acuerdo con el Sistema Europeo de Cuentas (SEC-95), recoge la evolución del almacenamiento por parte de los productores de un conjunto muy heterogéneo de bienes. En particular, se contabilizan como existencias las materias primas y bienes adquiridos por los productores para su consumo intermedio, los bienes en curso de elaboración, y los productos terminados pendientes de venta y los adquiridos para su reventa. A diferencia de algunos países, para la zona del euro no se dispone de estimaciones del *stock* o capital en existencias ni de su distribución por tipo de producto o por ramas productivas.

Por su naturaleza, las existencias se mantienen principalmente en el sector manufacturero, aunque los bienes en curso de fabricación incluyen las cosechas no recogidas y la obra en ejecución, lo que origina la acumulación de existencias en la agricultura y la construcción. Además, dentro del sector servicios también se contabilizan en esta rúbrica los bienes adquiridos para su reventa en el comercio y algunos productos en proceso de elaboración, como los dosieres médicos y legales, las películas y los programas de ordenador.

En la estimación de las cuentas nacionales, la partida de Variación de existencias (junto con la de Adquisición de objetos valiosos) garantiza que el PIB sume lo mismo desde la perspectiva de la demanda (gasto) y de la oferta (producción). Esto introduce frecuentes revisiones en la variable debido a las posibles discrepancias entre ambos enfoques.

En términos cuantitativos, el peso de la variación de existencias en el PIB anual es relativamente pequeño, menos del 0,5% en el caso de la UEM, pero su contribución al crecimiento del producto suele ser bastante importante en las variaciones de corto plazo, especialmente al inicio de las etapas de recesión y expansión económica.

Desde el punto de vista de los determinantes, las perspectivas de demanda de los productores desempeñan un papel fundamental en la inversión en existencias. Sin embargo, el ajuste lento de los procesos productivos y los cambios no esperados en la demanda hacen que esta partida de la contabilidad nacional ofrezca una señal relativamente tardía con respecto al ciclo. Esta característica, unida a la demora en la publicación de las cuentas nacionales y a las revisiones de datos entre las distintas estimaciones, realza el valor de los indicadores cualitativos disponibles que miden la valoración subjetiva del nivel de existencias por parte de los empresarios.

El objetivo de este artículo es describir e interpretar la evolución e importancia de la variación de existencias en la zona del euro en los últimos años. Para ello, tras esta introducción, se revisan los determinantes teóricos. En el epígrafe 3 se presentan algunas propiedades empíricas de esta variable en la UEM, con particular atención a su patrón cíclico. En el epígrafe cuarto se analiza la información cualitativa de diferentes encuestas de opinión y su virtualidad para adelantar el perfil de la variación de existencias de la contabilidad nacional y del ciclo. Finalmente, se resumen las principales conclusiones.

Fundamentos teóricos de la inversión en existencias

Desde el punto de vista del productor individual, el nivel deseado de existencias será aquel que maximice sus beneficios, es decir, el que iguale la productividad marginal (que dependerá de las ventas previstas) con el coste de uso del capital, que incluye la depreciación de las existencias y

el tipo de interés real. Este último aproximará el coste de oportunidad de invertir en existencias (o, en su caso, de financiarlas), de forma que, si los tipos de interés aumentan, las empresas ajustarán su nivel de existencias a la baja, ya que el coste de mantenerlas es mayor.

Tradicionalmente se ha postulado la denominada *hipótesis de suavización intertemporal de la producción* como el principal motivo para mantener existencias de productos terminados. En su formulación original las existencias permiten a las empresas evitar los costes de ajustar la producción ante las variaciones exógenas en la demanda. En este sentido, la demanda de factores productivos es más estable, se asegura su disponibilidad y se reduce la exposición a variaciones de precios. La estabilidad en la producción supone acumular (reducir) existencias en contextos de mayor debilidad (expansión) de la demanda, evitando, por tanto, fluctuaciones bruscas en la producción y actuando como un colchón ante imprevistos de demanda.

La *hipótesis de suavización intertemporal de la producción* implica que la producción presentará una menor volatilidad que las ventas y, en segundo lugar, que las existencias mostrarán un comportamiento estabilizador y anticíclico, es decir, una correlación negativa entre las existencias y las ventas. Sin embargo, como se ha puesto de manifiesto en algunos estudios, por ejemplo, Blinder y Maccini (1991), estas regularidades no se suelen verificar empíricamente.

Una primera explicación del reducido papel estabilizador de las existencias podría ser la que ofrece la *hipótesis del acelerador*. Según esta teoría alternativa, los costes de ajuste en la producción y la aversión de los empresarios a incurrir en el riesgo de pérdidas por aumentos inesperados de la demanda generan un patrón procíclico en el nivel deseado de existencias. Así, las empresas incrementan su ratio de inventarios cuando las perspectivas de crecimiento de las ventas son más dinámicas, para evitar desatender una demanda más expansiva que su capacidad productiva a corto plazo.

Además, la presencia de costes fijos en la producción o en el encargo de pedidos y las asimetrías en el coste de ajuste de excesos frente a defectos en el nivel de inventarios pueden generar un comportamiento no lineal de las existencias. Estos factores, unidos a la heterogeneidad de las empresas y al coste de mantener existencias muy alejadas del nivel deseado, hacen que la dinámica agregada se suela desviar de la teoría más tradicional de suavización de la producción postulada para el empresario individual [véase, por ejemplo, McCarthy y Zakrajšek (1999)].

Como resultado, la inversión en existencias reflejará el compromiso entre el coste de ajustar la producción y el de mantener grandes desviaciones del *stock* de inventarios respecto al nivel deseado. Así, partiendo de una ratio óptima de mercancías sobre nivel previsto de ventas, se producirán fluctuaciones en torno a esa magnitud en función de las variaciones de la demanda. Una desaceleración no prevista en las ventas generará una acumulación de existencias por encima del nivel objetivo y, solamente cuando el exceso de existencias supere un determinado umbral, comenzará una fase de ajuste a la baja cuya intensidad dependerá de las nuevas expectativas de ventas, entre otros factores. De forma simétrica, al iniciarse un repunte no previsto en la demanda, se producirá una reducción no deseada de existencias que será reconstituida por el productor mediante aumentos en la producción una vez que la desviación alcance un determinado nivel y se revisen las perspectivas de ventas. Esta dinámica generará un patrón en las existencias que será inicialmente anticíclico, si bien acabará siendo procíclico con un cierto retardo. Además, este comportamiento dará lugar a una elevada volatilidad que resulta fundamental a la hora de estudiar las fluctuaciones económicas. Tanto es así que, aproximadamente, la mitad de la caída del gasto en las recesiones viene explicada por la desacumulación de existencias.

La dinámica de la inversión en existencias es también difícil de caracterizar porque esta rúbrica de las cuentas nacionales incluye la evolución de las materias primas y bienes intermedios necesarios para la producción. De hecho, Tsoukalas (2005) muestra que, para el caso del Reino Unido, el almacenamiento de *inputs* es más importante que el de productos terminados, tanto en términos de tamaño como por su volatilidad, existiendo una elevada interrelación entre el *stock* de ambos tipos de bienes. Si las empresas se ven sometidas a frecuentes perturbaciones de oferta, pueden ser los factores productivos los que determinen la variación de existencias y, por tanto, la capacidad productiva del productor. La estimación conjunta de un modelo de existencias para materias primas y productos terminados de Tsoukalas apunta a que un encarecimiento de las materias primas genera una reducción de la producción temporalmente, lo que, en ausencia de cambios en las ventas, produce una caída de los inventarios por debajo de lo que sería el nivel deseado. Además, el ajuste de las existencias de factores productivos no es inmediato, especialmente desde el punto de vista agregado de la economía, ya que, por ejemplo, ante un empeoramiento del ciclo, y cuando lo permitan las restricciones contractuales, la empresa dejará de demandar estos bienes a sus proveedores, que pasarán a acumularlos hasta realizar los ajustes necesarios.

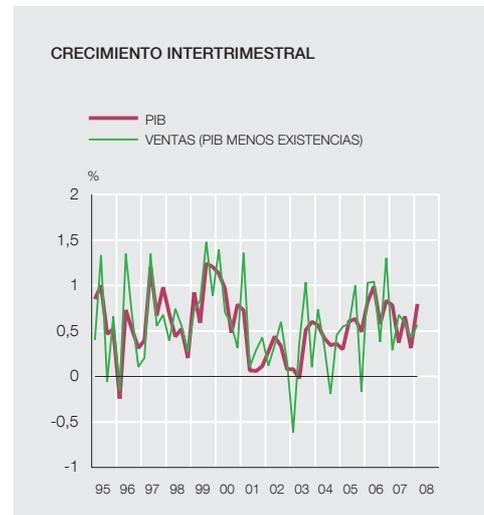
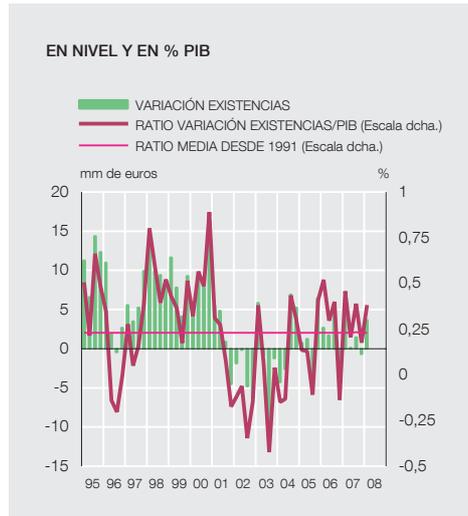
Desde una perspectiva más estructural, la ratio «existencias deseadas/ventas» puede variar en el largo plazo principalmente por dos razones. En primer lugar, por cambios en la estructura productiva de la economía, de forma que, por ejemplo, un peso creciente del sector servicios tenderá a reducir la magnitud de las existencias. En segundo lugar, por avances en los procesos de producción y en la logística de las empresas que mejoren la gestión de existencias. En este sentido, el método *just-in-time* del que las empresas japonesas son precursoras busca la reducción de los «desperdicios», es decir, de todo aquello que no se necesita en el preciso momento, como, por ejemplo, los denominados «colchones de capacidad», esto es, los grandes lotes almacenados en los inventarios, entre otros. La mayor eficiencia en la gestión de inventarios conllevará una cuantiosa reducción de los costes y, además, contribuirá a reducir la volatilidad del PIB. Por estas razones, es posible que, a largo plazo, se observe una disminución en la «variación de existencias/PIB» (por término medio) que refleje esa caída en la ratio de «existencias deseadas/ventas».

Caracterización de la inversión en existencias de la contabilidad nacional

En la contabilidad nacional, la variación de existencias es uno de los componentes más pequeños del gasto. Como se muestra en el gráfico 1, en la zona del euro esta rúbrica representa un 0,2% del PIB trimestral en términos medios del período 1995-2007 (y del 0,3% tomando el valor absoluto de la variación de existencias). No obstante, se ha producido una reducción desde un 0,37% en 1995 hasta un 0,13% en 2002-2007. Esta aparente tendencia puede reflejar mejoras en la gestión de inventarios o, a nivel agregado de la economía, la importancia creciente del sector servicios, donde se mantienen menos existencias. Así, el valor añadido bruto del sector servicios en la UEM ha pasado del 67,8% en 1995 a un 71,2% en 2007. Además, el desglose por países también ilustra, en parte, esta intuición. Como se muestra en el gráfico 2, el peso de las existencias parece estar relacionado positivamente con el dinamismo de la actividad económica del país, y negativamente, aunque de forma más débil, con la importancia del sector servicios en la economía.

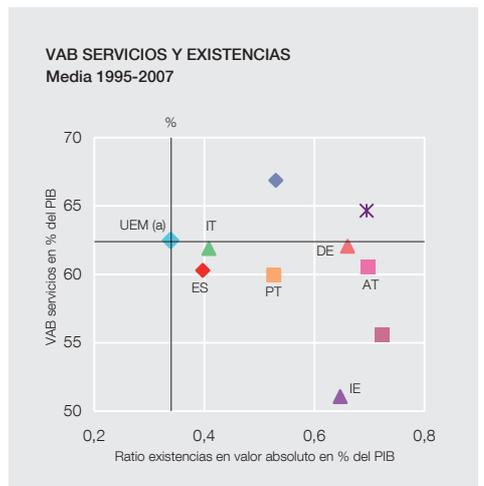
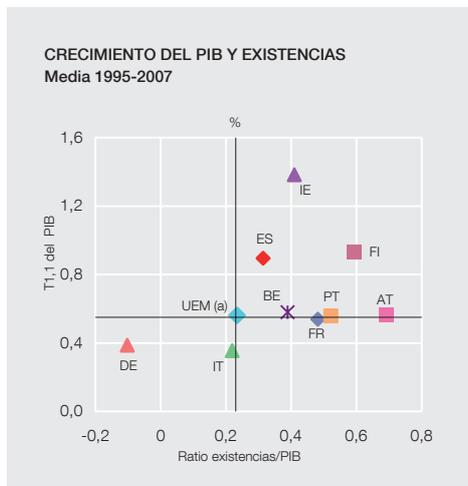
Por otro lado, se trata de la partida de gasto más volátil del PIB, sobre todo si se tiene en cuenta su tamaño relativo. El coeficiente de variación¹ de la tasa interanual del PIB trimestral es de 0,59 en el período 1995-2007, frente a un valor superior a 13 del componente de variación de existencias. Para la tasa intertrimestral, este estadístico es también 25 veces más pequeño en

1. El coeficiente de variación es el cociente entre la desviación típica y la media aritmética. Este estadístico mide el grado de dispersión en relación con la media de la muestra.



FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

INVERSIÓN EN EXISTENCIAS EN LOS PAÍSES DE LA UEM



FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

a. La agregación de países en la UEM hace que se compensen variaciones negativas con positivas que dan lugar a una ratio más pequeña.

el caso del PIB. Asimismo, según estos cálculos, para el período considerado la producción se ha mostrado algo más estable que las ventas (aproximadas por el PIB menos la variación de existencias y con un coeficiente de 0,5), lo que apoyaría la hipótesis de suavización temporal de la producción, en contraposición con lo observado en países como Reino Unido o Estados Unidos [véanse Elder y Tsoukalas (2006) o Blinder y Maccini (1991)].

En términos de la contribución de las existencias al crecimiento del PIB, se observa que la aportación al avance interanual es relativamente pequeña, aunque no despreciable, y con un perfil procíclico bastante definido (véase panel superior derecho del gráfico 1). En cambio, a pesar de su pequeño tamaño, la variación de existencias explica una parte importante de los cambios intertrimestrales del PIB, especialmente en trimestres próximos a puntos de giro de la actividad (véase panel inferior izquierdo del gráfico 1). En promedio desde 1995, como cabe esperar, la aportación al crecimiento económico es cercana a cero [0,02 puntos porcentuales (pp)].

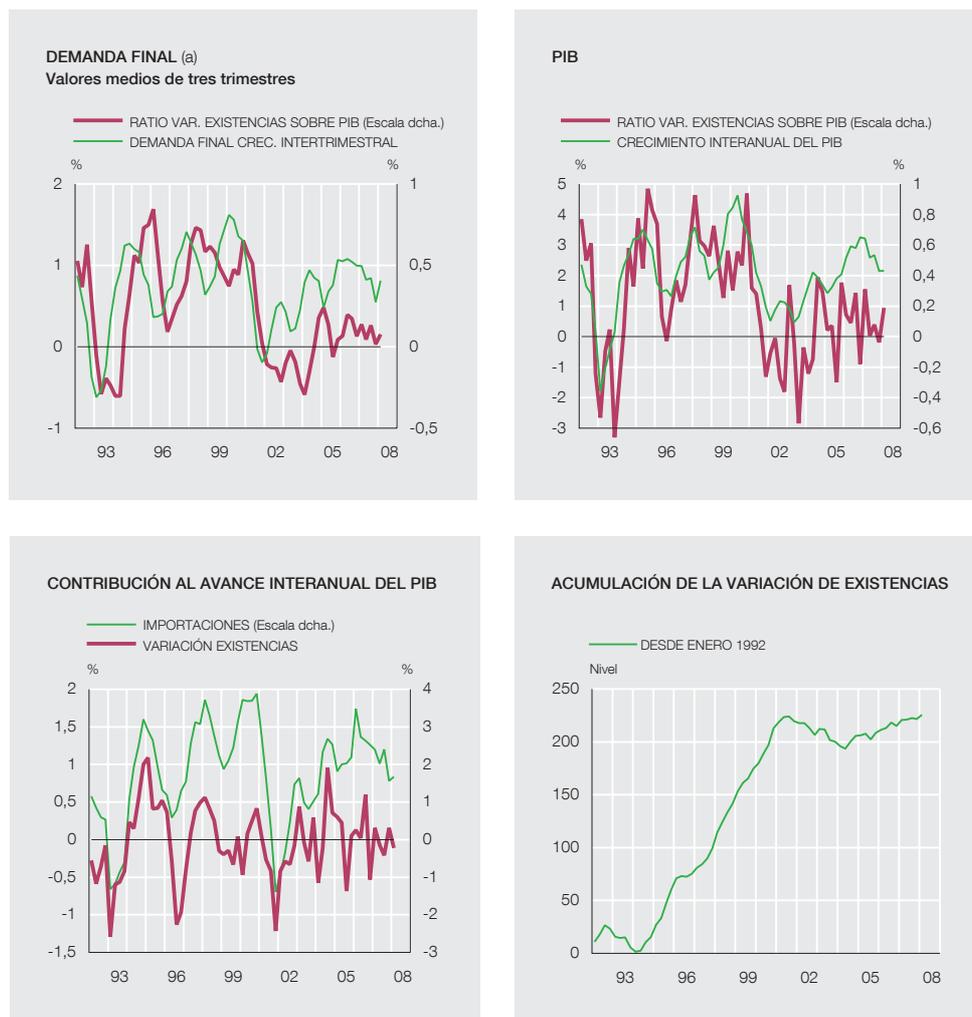
El ajuste lento de los procesos productivos y los movimientos no anticipados de la demanda hacen que las existencias actúen como amortiguadores de las ventas en el muy corto plazo y, especialmente, en los cambios de ciclo, cuando la demanda es más difícil de pronosticar (véase panel inferior derecho del gráfico 1). Los excesos (defectos) de existencias que se generan al inicio de las recesiones (expansiones) son posteriormente ajustados a la baja (alza) para adaptarse a la nueva coyuntura, lo que da lugar a un patrón procíclico y desfasado con respecto a la demanda final y al PIB, que se ilustra en el gráfico 3. Desde 1995, la aportación máxima de las existencias al crecimiento interanual del PIB fue de un punto porcentual en el primer trimestre de dicho año, mientras que en las fases bajas del ciclo ha detraído crecimiento del PIB por valores algo superiores. A modo de ejemplo y a partir de una extensión de los datos hasta principios de los noventa, se puede estimar que en el conjunto del año 1993, cuando el PIB de la UEM se redujo un 0,8% en tasa interanual, la inversión en existencias contribuyó en más de 0,7 pp a esta caída².

El análisis de correlaciones presentado en el cuadro 1 también constata el patrón cíclico descrito. La correlación contemporánea de la variación de existencias con el PIB es de 0,68, pero el valor más elevado de este estadístico se obtiene en el retardo uno (utilizando tasas de crecimiento interanual) y tres (en las intertrimestrales), lo que sugiere un adelanto de la evolución de la actividad.

Con respecto a otros componentes del gasto, cabe destacar que la variación de existencias presenta una elevada correlación con los flujos de importación (véase panel inferior izquierdo del gráfico 3). Esta sintonía se explica porque un volumen elevado de estos últimos son materias primas, bienes intermedios o, también, productos acabados que todavía no han pasado a satisfacer la demanda interna.

Como se observa en los gráficos 1 y 3, en el período reciente la acumulación de existencias ha carecido de un perfil cíclico definido, manteniendo una aportación positiva en promedio en el período 2002-2007, pero con frecuentes fluctuaciones al alza y a la baja. Además, si se acumulan las variaciones en las existencias desde principios de la década de los noventa, se observa que este tipo de inversión ha sido particularmente débil en los últimos años (véase panel inferior derecho del gráfico 3). Este comportamiento podría reflejar la falta de impulso de la demanda interna en la UEM, especialmente del gasto en consumo, que ha hecho que los productores no se decidan a revisar al alza sus niveles óptimos de existencias.

2. Según Tsoukalas (2005), la contribución de los inventarios a la reducción del PIB en la recesión de principios de los noventa es de un 67% en el caso de Reino Unido, 71% en Francia, 19% en Alemania y 30% en Italia.



FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

a. La demanda final es el PIB más las importaciones.

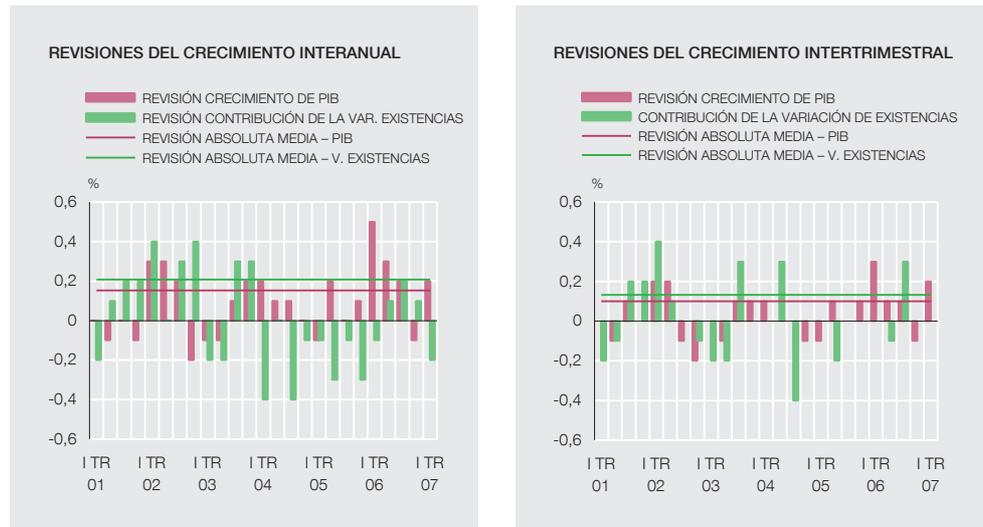
CORRELACION DE LA VARIACIÓN DE EXISTENCIAS EN % DEL PIB (a)

CUADRO 1

En T ± ...	Respecto al crecimiento interanual:			Respecto al crecimiento intertrimestral:		
	PIB	Demanda final	Importaciones	PIB	Demanda final	Importaciones
-4	0,34	0,36	0,40	0,38	0,44	0,48
-3	0,55	0,56	0,58	0,61	0,62	0,56
-2	0,67	0,68	0,69	0,60	0,63	0,57
-1	0,71	0,72	0,72	0,42	0,45	0,44
0	0,67	0,68	0,68	0,26	0,32	0,34
1	0,54	0,52	0,49	0,16	0,08	0,02
2	0,41	0,35	0,29	0,02	-0,08	-0,16
3	0,27	0,17	0,09	-0,02	-0,12	-0,19
4	0,15	0,02	-0,08	-0,03	-0,08	-0,11

FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

a. Se mide la correlación entre la variación de existencias en T y la variable de referencia en T+J.



FUENTE: Eurostat.

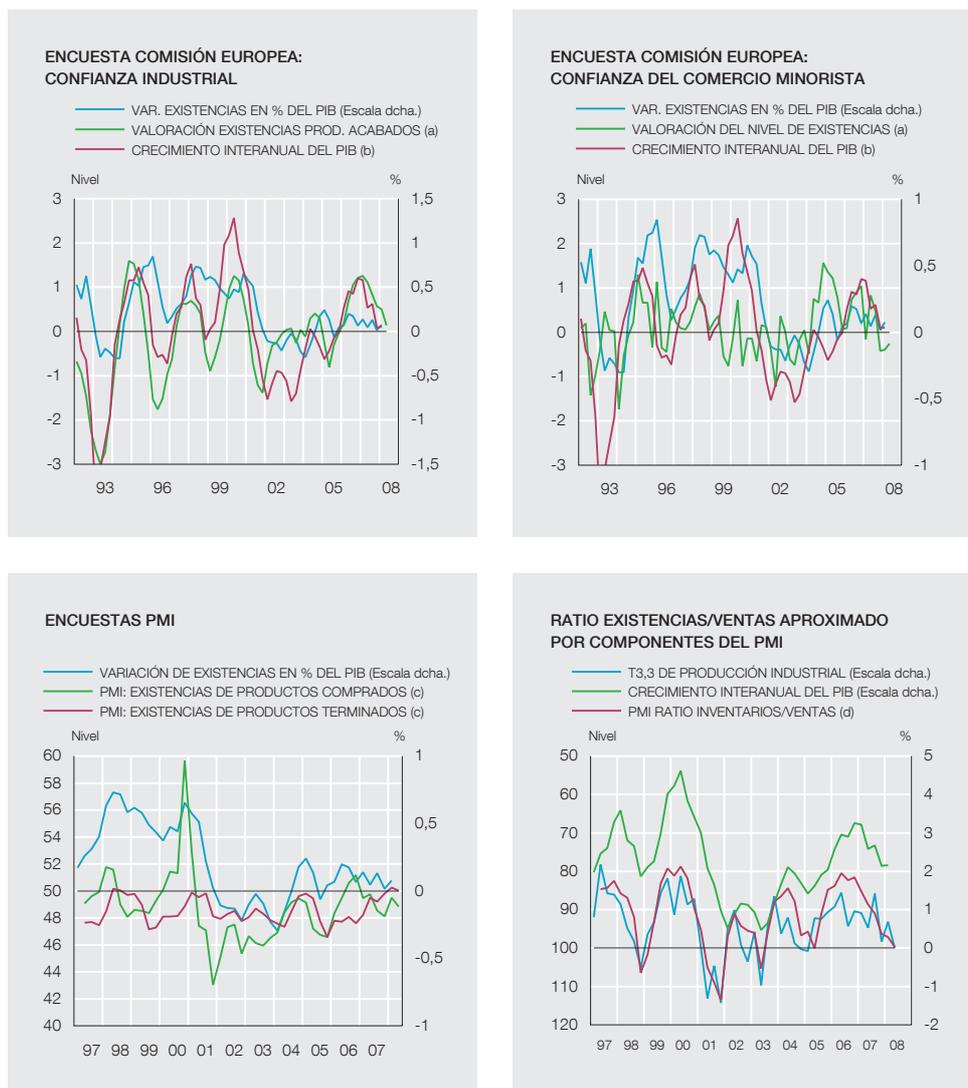
Finalmente, hay que señalar que la información sobre existencias en la contabilidad nacional, por su forma de estimación, está sujeta a revisiones importantes. Eurostat publica la primera estimación del PIB del área del euro y su desglose por componentes de la demanda unos sesenta días después del final del trimestre de referencia. El gráfico 4 recoge, para el período 2001-2006, la magnitud de las revisiones entre la primera estimación y los datos disponibles un año más tarde. Como se puede observar, las revisiones en la contribución de la variación de existencias al crecimiento de la actividad son relativamente elevadas, superiores a las del crecimiento del PIB, aunque no llegan a alterar el perfil de la variable. En términos medios, la revisión absoluta es de 0,21 pp y 0,13 pp en la contribución al crecimiento interanual e intratrimestral del PIB, respectivamente, aunque en algunos trimestres han llegado a alcanzar 0,4 pp.

Los indicadores cualitativos sobre las existencias

Las encuestas de confianza constituyen una valiosa fuente de información sobre la valoración subjetiva de los empresarios con respecto a la inversión en existencias. Una de las principales ventajas es que están disponibles con muy poco retraso respecto al fin del período de referencia y, por tanto, muy adelantadas a la publicación de la contabilidad nacional trimestral de la UEM.

La Comisión Europea (CE) publica sus encuestas la primera semana después del mes de referencia para todos los países de la UE. La encuesta de confianza industrial y del comercio minorista contiene una pregunta sobre el grado de satisfacción de los empresarios con el nivel de existencias de productos finales. En concreto, los productores revelan si, teniendo en cuenta la época del año, su nivel actual de productos terminados es demasiado alto (por encima de lo normal), adecuado (normal) o demasiado bajo (por debajo de lo normal). El indicador se computa como la diferencia entre el porcentaje de encuestados que han escogido la primera de las opciones y el porcentaje de los que han elegido la tercera, y, por la forma en que se formula la pregunta, no presenta estacionalidad. Por lo tanto, los valores positivos (negativos) del índice sugieren un nivel de existencias mayor (menor) del deseado, lo que se puede interpretar como un indicador adelantado de una contracción (expansión) de la producción del sector³.

3. La encuesta industrial de la CE también proporciona la valoración de los empresarios sobre las expectativas de producción y el nivel de pedidos, y ambos se comportan de forma muy similar al indicador sobre la valoración del nivel de existencias cuando este último se cambia de signo.



FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

- a. Indicador normalizado y cambiado de signo. Un valor positivo (negativo) indica que las existencias se sitúan por debajo (encima) del valor deseado.
- b. En desviaciones con respecto al promedio de la muestra.
- c. El nivel de 50 indica que no hay cambios en relación con el mes precedente, y niveles por encima y por debajo de esa cota denotan, respectivamente, una expansión o una contracción.
- d. Calculado como «PMI de existencias de productos terminados/PMI de nuevos pedidos».

Así, en el caso de la encuesta industrial, se observa una asociación negativa entre el indicador cualitativo y la ratio de la variación de existencias sobre PIB con un coeficiente de correlación contemporáneo del 0,39 (véanse gráfico 5 y cuadro 2). Además, la encuesta industrial parece adelantarse un trimestre, con una correlación que alcanza un 0,52, lo que se añade al adelanto de su publicación sobre la serie de la contabilidad nacional. Esta anticipación indica que, cuando las empresas consideran que las existencias son demasiado elevadas, se suele producir un ajuste a la baja en el siguiente trimestre⁴.

Nótese, además, que estos indicadores cualitativos no solo anticipan la acumulación de existencias, sino que muestran un elevado grado de asociación contemporánea con el crecimiento

4. La encuesta referida al comercio minorista muestra gran volatilidad y una reducida concordancia con la rúbrica de existencias de la contabilidad nacional o el crecimiento interanual del PIB.

En T ± ...	Respecto al nivel de las encuestas de confianza industrial de la CE		Respecto al nivel de las encuestas PMI (b)			
	Valoración de existencias de productos acabados	Expectativas de producción	Existencias de productos terminados	Existencias de <i>inputs</i>	Nuevos pedidos	Producción
-4	-0,25	0,39	-0,09	0,13	0,40	0,42
-3	-0,41	0,50	-0,08	0,30	0,55	0,56
-2	-0,51	0,55	-0,04	0,39	0,49	0,51
-1	-0,52	0,57	-0,07	0,45	0,48	0,51
0	-0,39	0,43	0,24	0,66	0,33	0,40
1	-0,18	0,21	0,49	0,54	0,14	0,20
2	0,04	-0,01	0,31	0,32	0,04	0,08
3	0,24	-0,19	0,25	0,16	-0,07	-0,04
4	0,38	-0,31	0,05	0,12	-0,11	-0,07

FUENTES: Comisión Europea y Reuters.

a. Se mide la correlación entre la variación de existencias en T y la variable cualitativa en T+J.

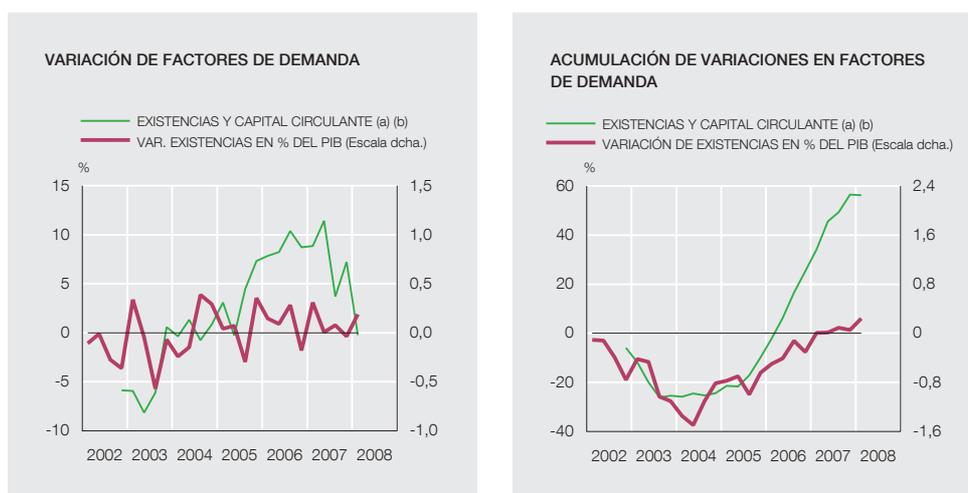
b. Preguntas de las encuestas del Índice de gestores de compras.

to interanual del PIB (véase gráfico 5). Como se ilustra en Cuenca y Millaruelo (2006), los indicadores cualitativos tienden a presentar una mayor afinidad con las variaciones interanuales de las variables macroeconómicas, lo que refleja que las contestaciones de los empresarios suelen tener como referencia el mismo período del año anterior.

Cabe destacar, además, que los encuestados suelen reflejar un tono pesimista en sus respuestas, ya que el indicador siempre se sitúa en valores positivos que indican un almacenamiento de productos terminados mayor del deseado. En la historia disponible de esta serie desde 1985, la media tiene un valor de 9, siendo el menor registro una cifra de 2, en enero/febrero de 1989 y en noviembre de 1994, mientras que la peor magnitud alcanzó el nivel de 23 en abril de 1993. Desde septiembre de 2007 hasta marzo de 2008, la evolución de este indicador ha sido relativamente estable en torno al nivel de 7, por debajo de la media histórica. A partir de entonces se ha producido un incremento hasta el nivel de 10 en junio, en sintonía con la desaceleración del PIB en términos interanuales.

La encuesta de Reuters a los directores de compras del sector de manufacturas (en lo sucesivo, PMI) ofrece información del cambio de existencias de productos terminados y de productos comprados (o *inputs*). En particular, se pide a los encuestados que comparen el *stock* de existencias, en unidades, respecto al del mes precedente. El indicador, publicado la primera semana del mes siguiente al de referencia, se suele presentar como un índice de difusión construido como el porcentaje de contestaciones positivas más la mitad de las neutras sobre el total de respuestas. De este modo, un nivel de 50 indica que no hay cambios en relación con el mes precedente, y niveles por encima y por debajo de esa cota denotan, respectivamente, una expansión o una contracción. A diferencia del indicador de la CE, se ignora si el cambio es deseado o no. Además, esta encuesta solo se realiza en seis países de la UEM —Alemania, Francia, Italia, España, Austria e Irlanda—, que representan alrededor del 86% del valor añadido de las manufacturas del área.

El PMI de productos comprados (o *inputs*) presenta una evolución contemporánea con la variación de existencias (en porcentaje del PIB), con un coeficiente de correlación de 0,66 que pone de relieve la importancia de este tipo de bienes en la dinámica de la variable de las cuentas nacionales (véanse gráfico 5 y cuadro 2). Por su parte, el PMI de productos termi-



FUENTE: Banco Central Europeo.

- a. Esta pregunta de la encuesta señala lo que las entidades creen que es el efecto de la inversión en existencias y capital circulante sobre la demanda de préstamos y líneas de crédito de las empresas.
b. Una disminución (aumento) significa que la demanda de crédito habría caído (subido) por este factor.

dados muestra una asociación más débil con la variación de existencias de la contabilidad nacional y, en la muestra disponible, se ha caracterizado por situarse en niveles inferiores a 50, lo que, de nuevo, manifiesta cierta percepción negativa por parte de los empresarios. Otras preguntas de la encuesta PMI, como la valoración de los empresarios sobre nuevos pedidos y sobre su producción, tienen un perfil muy similar al del PMI de existencias y parece que adelantan un trimestre a la variable de contabilidad nacional. Por otro lado, los componentes del PMI sobre productos terminados y los nuevos pedidos permiten aproximar la evolución de la ratio de inventarios/ventas. La comparación de esta ratio con indicadores de producción en las manufacturas, como el IPI y el propio PIB, muestra una elevada correlación de carácter contemporáneo.

Finalmente, la Encuesta de Préstamos Bancarios (EPB), disponible desde finales de 2002, ofrece cada trimestre información sobre si la demanda de crédito para financiar existencias y capital circulante se contrae o se expande en relación con el trimestre anterior. Desde 2005, el indicador, que se muestra en el gráfico 6, presenta un valor positivo, lo que apunta a un impulso de los fondos solicitados para realizar este tipo de inversión. Tras el inicio de las turbulencias financieras en el verano de 2007, los incrementos han perdido intensidad, hasta experimentar un ligero retroceso en el primer trimestre de 2008. Para obtener una señal menos volátil, en el panel derecho del gráfico 6 se han acumulado las variaciones trimestrales, y se observa gran sintonía entre ambos indicadores, que podría interpretarse como una señal de que la inversión en existencias no es de carácter indeseado. No obstante, la escasa perspectiva temporal de la EPB y la baja intensidad con la que se está manifestando la acumulación de inventarios en el ciclo actual no permiten ser muy concluyentes sobre la relación entre estos dos indicadores.

Conclusiones

La variación de existencias es un componente del gasto con un reducido peso en el PIB y con una elevada volatilidad. Su importancia para explicar la actividad productiva es importante en el corto plazo. En el medio y largo plazo, en cambio, las variaciones de existencias tienden a compensarse, por lo que su contribución al avance del producto es reducida. Es más, la mejora en los sistemas de gestión de inventarios y el aumento del peso del sector servicios tienden a reducir el nivel necesario de existencias.

En las cuentas nacionales, la variación de existencias es parte de la formación bruta de capital e incluye las entradas y salidas de un grupo de bienes muy heterogéneo que dificulta la caracterización de su dinámica agregada. Además, por su forma de estimación se trata de una rúbrica sujeta a importantes revisiones.

Desde el punto de vista de los determinantes también resulta complicado caracterizar este tipo de inversión, debido, entre otros factores, a la presencia de costes fijos y asimetrías en el ajuste de la producción, la heterogeneidad de las empresas y de los bienes que constituyen sus existencias o la interrelación entre el almacenamiento de productos finales y el de bienes para el consumo intermedio.

Según la teoría más tradicional, las existencias se acumulan para estabilizar la producción. Este hecho estilizado no se suele verificar con datos macroeconómicos, aunque para la zona del euro se obtiene un coeficiente de variación de las ventas ligeramente superior al de la producción. No obstante, las desviaciones excesivas de los inventarios con respecto a los niveles óptimos deseados generan ajustes importantes en la producción, particularmente cuando las perspectivas económicas se revisan, lo que da lugar a que las existencias no amortigüen las fluctuaciones cíclicas. Los datos para la UEM parecen confirmar este papel acelerador del ciclo económico algo retrasado.

En los últimos años, la acumulación de existencias en la UEM ha sido relativamente débil, con un perfil cíclico poco definido. En el período 2002-2007 la aportación de este componente al crecimiento del PIB fue positiva en promedio, aunque reducida, con frecuentes fluctuaciones al alza y a la baja. De hecho, si se acumulan las variaciones en las existencias desde los noventa se observa que este tipo de inversión ha sido particularmente débil en los últimos años, lo que podría reflejar la falta de impulso de la demanda interna en la UEM.

La demora en la publicación de las cuentas nacionales y sus posteriores revisiones hacen que la información cualitativa de las encuestas de opinión tenga gran valor añadido en el análisis de las existencias. En este sentido, es reseñable la encuesta de confianza industrial de la CE, que aproxima la satisfacción de los empresarios con el nivel de existencias de productos finales. Este indicador muestra un elevado grado de asociación contemporánea con el avance interanual del PIB y permite identificar excesos (déficit) en el nivel de existencias que anticipan su posterior desacumulación (restauración). Por otro lado, la estrecha relación del PMI de existencias de *inputs* ilustra la importancia de este otro tipo de bienes en la determinación de la variable de contabilidad nacional. Finalmente, la EPB proporciona información sobre la expansión/contracción de la demanda de crédito para financiar existencias y capital circulante, aunque su escasa perspectiva temporal no permite ser muy concluyente sobre su relación con otros indicadores.

9.7.2008.

BIBLIOGRAFÍA

- BLINDER, A. S., y L. J. MACCINI (1991). «Taking stock: A critical assessment of recent research on inventories», *The Journal of Economic Perspectives*, vol. 5, n.º 1. pp. 73-96.
- CUENCA, J. A., y A. MILLARUELO (2006). «Las encuestas de opinión y el análisis de coyuntura de la actividad real en la UEM», *Boletín Económico*, enero, Banco de España.
- ELDER, R. y J. TSOUKALAS (2006). «Investing in inventories», *Quarterly Bulletin*, verano, Bank of England.
- MCCARTHY, J., y E. ZAKRAJŠEK (1999). *Microeconomic inventory adjustment and aggregate dynamics*, BIS Working Paper, n.º 63.
- TSOUKALAS, J. (2005). *Modelling manufacturing inventories*, Bank of England Working Paper, n.º 284.