

EVOLUCIÓN ECONÓMICA Y MONETARIA

I ENTORNO EXTERIOR DE LA ZONA DEL EURO

La economía mundial está atravesando actualmente una profunda recesión, a pesar de las medidas de política que, con firmeza, se están tomando en todo el mundo para hacer frente a las adversas consecuencias de las turbulencias financieras. Al mismo tiempo, las tasas de inflación mundiales siguen reduciéndose rápidamente, debido a efectos de base derivados del descenso de los precios de las materias primas, la débil situación de los mercados laborales y la mayor atonía de la economía mundial. Las perspectivas de la economía mundial siguen estando sujetas a unos niveles de incertidumbre excepcionalmente altos, pero los riesgos para la actividad mundial parecen estar ahora más equilibrados en general.

I.1 EVOLUCIÓN DE LA ECONOMÍA MUNDIAL

La economía mundial está atravesando actualmente una profunda recesión, a pesar de las medidas de política que, con firmeza, se están tomando en todo el mundo para hacer frente a las adversas consecuencias de las turbulencias mundiales. En febrero del 2009, el índice general de directores de compras (PMI, en sus siglas en inglés) se recuperó ligeramente respecto al mínimo registrado anteriormente, pero se mantuvo muy por debajo del umbral de 50 que separa la expansión de la contracción, lo que significa que las industrias han seguido reduciendo la actividad. Con todo, aunque hasta ahora no se han observado muchos indicios claros de un cambio en la situación económica mundial, el ritmo general de la recesión económica mundial parece haberse desacelerado últimamente.

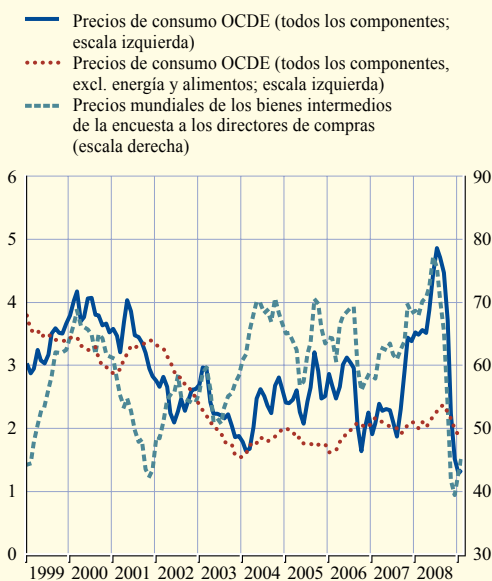
Las tasas de inflación mundiales han seguido reduciéndose rápidamente, debido a efectos de base derivados del descenso de los precios de las materias primas, la débil situación de los mercados laborales y la mayor atonía de la economía mundial. En los países de la OCDE, la inflación general medida por el IPC se situó en el 1,3% en el año transcurrido hasta febrero del 2009, sin variación con respecto al mes anterior. Excluidos la energía y los alimentos, la inflación medida por el IPC se mantuvo en el 1,9% en febrero. El índice general de precios de los consumos intermedios de la encuesta a directores de compras volvió a bajar en febrero. Si bien el sector servicios informó tan sólo de una moderada caída de los costes medios, el sector manufacturero registró una considerable reducción de los precios de compra, como consecuencia de la mayor exposición de este sector a la corrección de anteriores subidas de los precios mundiales de las materias primas (véase gráfico 1).

ESTADOS UNIDOS

En Estados Unidos, la recesión se agudizó en el último trimestre del 2008 y la actividad económica siguió siendo débil a comienzos del 2009. Según las estimaciones finales, el PIB real experimentó una contracción del 6,3%, en tasa anualizada, en el cuarto trimestre del 2008, frente a una contracción del 0,5% en el trimestre anterior. El consumo personal y la inversión privada en capital fijo siguen siendo un

Gráfico 1 Evolución de los precios internacionales

(datos mensuales; tasas de variación interanual; índice de difusión)



Fuentes: OCDE y Markit.

lastre importante para el crecimiento del PIB, ya que las tensiones en los mercados financieros y el desapalancamiento por parte de las instituciones financieras han restringido la disponibilidad de crédito. Las perspectivas respecto al gasto en consumo se ven aún más ensombrecidas por el acusado deterioro de la situación del mercado de trabajo y los negativos efectos que el descenso de los precios de la vivienda y de las cotizaciones bursátiles ha tenido sobre la riqueza. Además, el comportamiento de las exportaciones ha sido flojo debido a la desaceleración del comercio mundial y a la profundización de las recesiones que afectan a los principales socios comerciales de Estados Unidos. En este contexto, las notables medidas de estímulo que se están aplicando actualmente deberían favorecer hasta cierto punto la actividad económica. No obstante, ello se producirá a expensas de aumentar el déficit presupuestario previsto para el ejercicio fiscal en curso hasta alrededor del 12%, según datos de la Oficina de Presupuesto del Congreso.

Recuadro I

LAS RECESIONES EN ESTADOS UNIDOS: ¿QUE SE PUEDE APRENDER DE LA EXPERIENCIA?

En el período actual, caracterizado por un aumento de la incertidumbre, es difícil predecir cuán profunda y prolongada podría ser la recesión que sufre en estos momentos Estados Unidos. No obstante, examinando las regularidades empíricas propias de anteriores episodios de recesión es posible hacerse una idea respecto a la potencia y la duración medias del ciclo económico en Estados Unidos. Partiendo de esta información, se podría intentar deducir la secuencia de los acontecimientos, así como la dinámica que llevaría a una futura recuperación. A continuación, se analizan las regularidades empíricas de los diez episodios de recesión registrados en Estados Unidos en el período de posguerra (identificados y fechados por el National Bureau of Economic Research; véase cuadro¹) y se contrastan con lo acontecido en el ciclo actual. Además, se comparan brevemente estos episodios de la posguerra con la Gran Depresión de 1929-1933, que se utiliza como referencia.

- 1 Según la definición del National Bureau of Economic Research, una recesión no se mide únicamente por el hecho de que el crecimiento sea negativo durante dos trimestres consecutivos, sino «por un descenso significativo de la actividad económica que afecta al conjunto de la economía y se prolongue más de unos pocos meses, y que se hace visible normalmente en el PIB real, la renta real, el empleo, la producción industrial y las ventas del comercio mayorista».

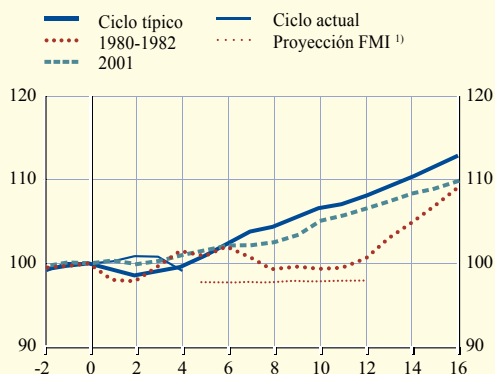
Expansiones y contracciones del ciclo económico en Estados Unidos

Fechas referencia ciclo económico		Duración en meses	
Máximo	Mínimo	Contracción Máximo a mínimo	Expansión Tiempo transcurrido desde la última recesión
Agosto 1929 (III)	Marzo 1933 (I)	43	21
Noviembre 1948 (IV)	Octubre 1949 (IV)	11	37
Julio 1953 (III)	Mayo 1954 (II)	10	45
Agosto 1957 (III)	Abril 1958 (II)	8	39
Abril 1960 (II)	Febrero 1961 (I)	10	24
Diciembre 1969 (IV)	Noviembre 1970 (IV)	11	106
Noviembre 1973 (IV)	Marzo 1975 (I)	16	36
Enero 1980 (I)	Julio 1980 (III)	6	58
Julio 1981 (III)	Noviembre 1982	16	12
Julio 1990 (III)	Marzo 1991 (I)	8	92
Marzo 2001 (I)	Noviembre 2001 (IV)	8	120
Diciembre 2007 (IV)	-	-	73

Fuente: National Bureau of Economic Research.

Gráfico A PIB real

(Índice; inicio de la recesión = 100)



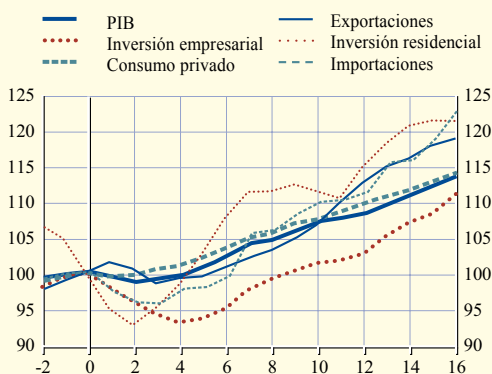
Fuentes: Bureau of Economic Analysis, National Bureau of Economic Research, FMI y cálculos del BCE.

Nota: La escala temporal corresponde a los trimestres anterior/posterior al inicio de la recesión (línea vertical en cero).

1) Medias anuales.

Gráfico B Evolución media de los principales componentes de las cuentas nacionales durante una recesión

(Índice; inicio de la recesión = 100)



Fuentes: Bureau of Economic Analysis, National Bureau of Economic Research, FMI y cálculos del BCE.

Nota: La escala temporal corresponde a los trimestres anterior/posterior al inicio de la recesión (línea vertical en cero).

Examinando en primer lugar el comportamiento del PIB de Estados Unidos durante estos episodios de recesión del período de posguerra, puede observarse que, en promedio, el PIB real se contrae un 1,4% durante dos trimestres (véase gráfico A). Tras descender al mínimo, el PIB suele tardar, en promedio, otros tres trimestres en volver al nivel registrado antes de la recesión. Las recesiones de los años cincuenta, la de 1973 y la recesión repetida del período 1980-1982² entrañaron caídas particularmente acusadas y prolongadas, mientras que la más suave fue la del año 2001. En comparación, el PIB real se redujo alrededor de un 27% durante la Gran Depresión y tardó siete años en volver al nivel medio anual registrado antes de la depresión³. Según las proyecciones oficiales disponibles, es probable que el ciclo actual sea uno de los más severos —si no el peor— de todo el período de posguerra. El PIB estadounidense se había reducido ya un 0,8% entre el inicio de la recesión, a finales del 2007, y el cuarto trimestre del 2008, y, según indica el FMI en sus perspectivas de la economía mundial publicadas en marzo⁴, se prevé que se contraiga otro 2,6% en el 2009.

Así pues, ¿cuáles han sido los factores determinantes de las recesiones y las recuperaciones anteriores y en qué podría diferenciarse la actual? Examinando los componentes del PIB (véase gráfico B), la variable que normalmente ha desencadenado y precedido a una recesión ha sido la inversión residencial que, en promedio, alcanzó su nivel máximo varios trimestres antes de que se iniciara la recesión. La inversión empresarial, las importaciones y el consumo privado —el componente más importante del PIB en Estados Unidos— comenzaron a contraerse simultáneamente con el PIB, mientras que las exportaciones registraron su nivel máximo un trimestre antes del inicio de la recesión. En la actual recesión puede observarse también una secuencia de acontecimientos similar —si bien con varios trimestres de desfase— aunque las importaciones habían comenzado a reducirse antes de lo normal en una recesión.

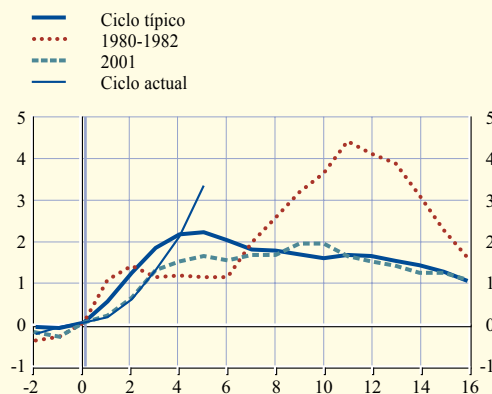
2 De todas estas recesiones más severas del período de posguerra, la que aparece en los gráficos es la que se registró en 1980-1982.

3 Las cifras sobre PIB y consumo personal correspondientes a la Gran Depresión se refieren a las variaciones de las medias anuales de 1929 y 1933.

4 Véase el documento titulado «Group of Twenty, Meeting of the Ministers and Central Bank Governors, March 13–14, 2009, London, U.K., Global Economic Policies and Prospects, Note by the Staff of the International Monetary Fund», <http://www.imf.org/external/np/g20/pdf/031909a.pdf>.

Gráfico C Desempleo

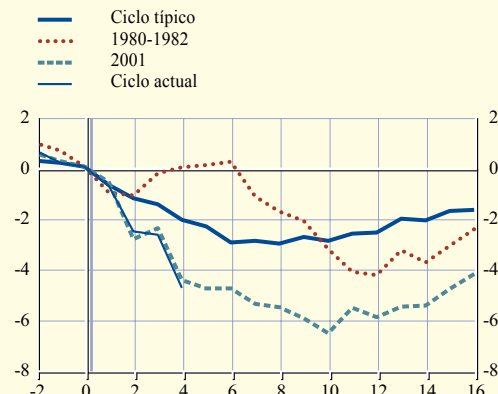
(porcentajes; variaciones acumuladas; inicio de la recesión = 0)



Fuentes: Bureau of Labor Statistics, National Bureau of Economic Research, FMI y cálculos del BCE.
Nota: La escala temporal corresponde a los trimestres anterior/posterior al inicio de la recesión (línea vertical en cero).

Gráfico D Déficit presupuestario (en porcentaje del PIB)

(porcentajes; variaciones acumuladas; inicio de la recesión = 0)



Fuentes: Bureau of Economic Analysis, National Bureau of Economic Research, FMI y cálculos del BCE.
Nota: La escala temporal corresponde a los trimestres anterior/posterior al inicio de la recesión (línea vertical en cero).

Por lo que respecta a la trayectoria histórica del consumo privado en Estados Unidos en las recesiones del período de posguerra, sólo ha registrado, en promedio, un pequeño descenso (0,4%) en un trimestre, retornando a continuación a los niveles previos a la recesión en un lapso de sólo dos trimestres. La caída más pronunciada del período de posguerra se produjo durante la recesión de 1980-1982, en la que la diferencia entre los niveles máximo y mínimo fue del 2,2%. A efectos de comparación, al término de la Gran Depresión, en 1933, el consumo se situaba un 18% por debajo de la media de 1929. Si bien los hogares han sido una fuerza poderosa para atenuar la caída en anteriores recesiones, podría no ocurrir lo mismo en el caso actual. En el cuarto trimestre del 2008, el consumo ya se había reducido un 1,6% desde el comienzo de la recesión, y las previsiones disponibles sugieren que es probable que se produzca una nueva caída. El hecho de que el descenso sea mayor que la media y la recuperación más lenta podría deberse a que la recesión actual tiene relación con una crisis bancaria y con un desplome del mercado de la vivienda. Por lo tanto, es probable que la consiguiente necesidad de los hogares de desapalancar sus balances incrementando su ahorro modere el consumo privado durante un período más prolongado de lo que cabría esperar a la luz de anteriores recesiones.

En cuanto a la tasa de desempleo, en anteriores recesiones ha alcanzado, en promedio, máximos de 2,2 puntos porcentuales por encima del nivel observado al inicio de la recesión (véase gráfico C). Dicha tasa es un indicador retardado y, normalmente, sigue aumentando durante varios trimestres después de que el PIB real vuelva a encaminarse por una senda de crecimiento. Si bien, lo normal es que el PIB registre, de nuevo, crecimiento positivo al cabo de dos trimestres, en las recesiones del período de posguerra, el desempleo registró su nivel máximo más de cinco trimestres después de que se iniciara la recesión. En el ciclo actual, la tasa de paro ya había aumentado 3,3 puntos porcentuales, hasta el 8,1%, en el período comprendido entre diciembre del 2007 y febrero del 2009, y se prevé que siga aumentando.

Por último, en Estados Unidos, el déficit presupuestario aumenta durante las recesiones, como consecuencia de una reducción de la renta y/o de un incremento del gasto. En anteriores recesio-

nes, el deterioro (en porcentaje del PIB) ha sido, en promedio, de tres puntos porcentuales durante el mismo lapso de seis trimestres (véase gráfico D). Sin embargo, esta tendencia promedio podría reflejar también otros factores aparte del impacto de la recesión propiamente dicho. Por ejemplo, durante la recesión más suave de la posguerra (la del 2001), el déficit presupuestario de Estados Unidos aumentó mucho más de lo que cabría esperar, a juzgar por los episodios anteriores, lo que podría ser consecuencia, en parte, de las rebajas de impuestos adoptadas por el Gobierno de Estados Unidos en el 2001 y el 2003. Por lo que respecta a la recesión actual, en el cuarto trimestre del 2008, el déficit presupuestario⁵ ya había aumentado en 4,8 puntos porcentuales en comparación con el mismo trimestre del 2007. Habida cuenta de la gravedad de la recesión actual y de la batería de medidas de estímulo fiscal anunciadas, que ascienden a 787,2 mm de dólares, el Gobierno estadounidense prevé que dicho déficit podría ascender incluso hasta el 12,3% del PIB en el ejercicio fiscal 2009, lo que supone un incremento de 9,1 puntos porcentuales en comparación con el ejercicio anterior⁶.

Si bien en episodios anteriores los hogares han sido un factor determinante para moderar la volatilidad del ciclo económico, y las recesiones han estado determinadas, principalmente, por la inversión residencial y empresarial, es probable que, en el ciclo actual, la situación sea algo diferente. En primer lugar, el consumo privado ya ha experimentado una acusada caída, y es probable que la espectacular reducción de la riqueza financiera e inmobiliaria, el rápido aumento del desempleo y el mal funcionamiento de los mercados de crédito, den lugar a un descenso del gasto en consumo más pronunciado que en anteriores recesiones. En segundo lugar, en el ciclo actual, se espera en general que la contracción de la inversión residencial sea más prolongada que en el ciclo típico, debido al exceso de construcción. Por último, es improbable que las exportaciones, que recientemente seguían creciendo todavía a un ritmo vigoroso, respalden a corto plazo la recuperación de la economía estadounidense, dada la excepcional caída del comercio mundial. Por consiguiente, la recuperación de los mercados de la vivienda, el desbloqueo de los flujos en los mercados de crédito y la solución de los problemas que padece el sector financiero —problemas, todos ellos, interrelacionados— son las principales condiciones que han de cumplirse para que la recuperación sea sostenida. No obstante, las políticas monetaria y fiscal más agresivas que se han adoptado deberían servir de apoyo a la economía estadounidense para que se cumplan esas condiciones.

5 Medido por la capacidad de financiación de las Administraciones Públicas.

6 Presupuesto 2010, US Office of Management and Budget, 26 de febrero de 2009.

Por lo que respecta a la evolución de los precios, la inflación interanual medida por el IPC se elevó ligeramente, desde el 0% de enero del 2009 hasta el 0,2% de febrero, pero se mantiene muy por debajo de la media del 3,8% registrada el año anterior. La desaceleración observada en los últimos meses refleja un descenso de los costes de la energía, así como una mayor atonía de la economía. La tasa de inflación interanual, excluidos la energía y los alimentos, se situó en el 1,8% en febrero del 2009, frente al 1,7% del mes anterior.

El 18 de marzo, el Comité de Operaciones de Mercado Abierto de la Reserva Federal decidió mantener sin variación, en una banda del 0% al 0,25%, el tipo de interés fijado como objetivo para los fondos federales. Para apoyar el funcionamiento de los mercados financieros y estimular la economía, la Reserva Federal recurrió en mayor grado a medidas de política no convencionales a fin de incluir las compras de valores del Tesoro a largo plazo.

JAPÓN

En Japón, la actividad económica ha registrado un acusado descenso en los últimos meses, mientras que la inflación general se ha ido reduciendo desde comienzos del año. Las exportaciones y las importaciones han seguido experimentando una fuerte contracción, reduciéndose, en tasa interanual, un 49,4% y un 43%, respectivamente, en febrero del 2009. De acuerdo con la segunda estimación provisional de la Oficina Económica del Gobierno, el PIB real se contrajo un 3,2%, en tasa intertrimestral, en el cuarto trimestre del 2008 (cifra revisada al alza con respecto a la contracción del 3,3% estimada en los primeros datos provisionales). La debilidad de la actividad económica en el cuarto trimestre del 2008 se debió, principalmente, a la fuerte caída de las exportaciones.

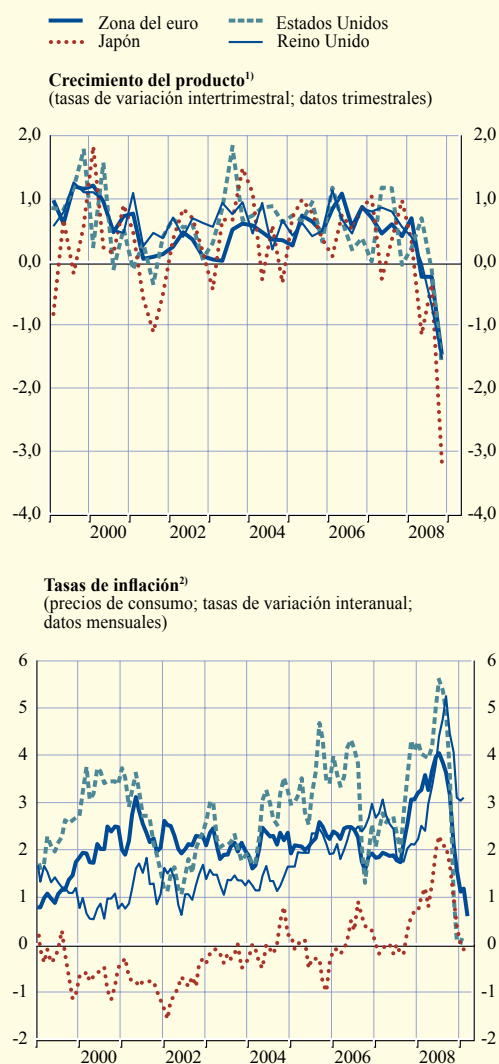
La inflación, medida por los precios de consumo, se redujo de nuevo en febrero como consecuencia, principalmente, de la creciente atonía económica. La inflación interanual, medida por el IPC, se tornó negativa en febrero, reduciéndose hasta el -0,1%, desde el 0,0% registrado en enero. Excluidos la energía y los alimentos, la inflación interanual medida por el IPC siguió siendo negativa (-0,1%) en febrero.

En su reunión de 18 de marzo de 2009, el Banco de Japón decidió mantener sin variación, en el 0,1%, el objetivo de los tipos de interés para los préstamos a un día sin garantía, anunciando al mismo tiempo que incrementaría sus compras simples de deuda pública japonesa.

REINO UNIDO

En el Reino Unido, el PIB real registró una contracción del 1,6% (en tasa intertrimestral) en el cuarto trimestre del 2008, tras la contracción del 0,7% observada en el tercer trimestre. La situación económica siguió deteriorándose a principios del 2009. La producción industrial se redujo un 2,6% entre diciembre del 2008 y enero del 2009, y los indicadores de las encuestas más recientes apuntan a un nuevo descenso de la producción manufacturera más adelante. La tasa de desempleo se mantuvo en el 6,5% en los tres meses transcurridos hasta enero del 2009 (0,5 puntos porcentuales por encima de la cifra registrada en el período de tres meses anterior), alcanzando el nivel máximo observado desde 1997. El Índice Halifax de precios de la vivienda continuó registrando una tendencia a la baja, reduciéndose un 2,3% en febrero. Los indicadores de corto plazo más recientes confirman las expectativas de que se produzca una recesión pronunciada en el 2009. La inflación medida por el IAPC se elevó ligeramente, hasta el 3,2%, en

Gráfico 2 Principales indicadores de las economías más industrializadas



Fuentes: Datos nacionales, BPI, Eurostat y cálculos del BCE.

1) Para la zona del euro y Reino Unido se utilizan datos de Eurostat; para Estados Unidos y Japón, datos nacionales. Los datos del PIB se han desestacionalizado.

2) IAPC para la zona del euro y Reino Unido; IPC para Estados Unidos y Japón.

febrero, pero algunas encuestas de los mercados indican que podría descender hasta alrededor del 1% en el 2009. El 5 de marzo, el Comité de Política Monetaria del Banco de Inglaterra decidió recortar el tipo de interés oficial al que se remuneran las reservas de las entidades de crédito en 0,5 puntos porcentuales, hasta el 0,5%, y poner en marcha un programa de compras de activos por importe de 75 mm de libras esterlinas, financiado mediante la emisión de reservas del banco central.

OTROS PAÍSES EUROPEOS

En la mayoría de los otros Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro la debilidad de la actividad económica vino acompañada de un ligero aumento de la inflación en febrero. En Suecia, el PIB real experimentó una contracción del 2,4%, en tasa intertrimestral, en el cuarto trimestre, debido a la situación financiera más restrictiva, al debilitamiento de la demanda externa y a una mayor cautela por parte de los hogares respecto al gasto. Estos mismos factores también moderaron la actividad económica en Dinamarca, que registró una contracción del producto del 2% en el cuarto trimestre. Los indicadores de actividad a corto plazo apuntan a un nuevo debilitamiento de la actividad económica en ambos países. La inflación medida por el IAPC ha sido relativamente estable en estos dos países y se ha mantenido en niveles bajos en los últimos meses. En Suecia, se incrementó ligeramente, hasta el 2,2%, en febrero del 2009, mientras que en Dinamarca se mantuvo estable en el 1,7%. El 5 de marzo, el Danmarks Nationalbank decidió reducir su principal tipo de interés oficial en 75 puntos básicos, hasta el 2,25%.

En los países más grandes de la UE de Europa central y oriental, la actividad económica se ha debilitado notablemente en los últimos meses. El crecimiento del PIB real se redujo en Hungría (1,2% en tasa intertrimestral) y en la República Checa (0,9% en tasa intertrimestral) en el cuarto trimestre del 2008. También en Rumanía la actividad económica experimentó un acusado retroceso —del 2,9% en tasa interanual— como resultado de un pronunciado descenso en cifras intertrimestrales. Al mismo tiempo, la actividad económica resistió mejor en Polonia, en donde el crecimiento intertrimestral siguió siendo positivo (0,3%) en el cuarto trimestre, ya que la demanda interna continuó registrando un sólido crecimiento en comparación con otros países de la región. No obstante, los indicadores de actividad a corto plazo apuntan a que, en adelante, se mantendrá la debilidad de la actividad económica en todos los países. Las tasas de inflación interanual repuntaron ligeramente en febrero en Hungría (2,9%), Polonia (3,6%) y Rumanía (6,9%), pero siguieron bajando en la República Checa (1,3%). El 12 de marzo, el Latvijas Banka decidió rebajar su principal tipo de interés oficial en 100 puntos básicos, hasta el 5%. El 25 de marzo, el Narodowy Bank Polski adoptó una medida similar, reduciendo su principal tipo de interés oficial en 25 puntos básicos, hasta el 3,75%.

ECONOMÍAS EMERGENTES DE ASIA

En las economías emergentes de Asia, la actividad económica registró una acusada desaceleración, e incluso se contrajo en algunos países, en los primeros meses del 2009. El negativo impacto de la espectacular caída de las exportaciones como consecuencia del desplome de la demanda externa se propagó a la economía interna. El aumento de las tasas de desempleo y las perspectivas menos favorables respecto a la evolución de la renta influyeron en el consumo en casi todas las economías de la región, mientras que la demanda de inversión privada también se resintió como consecuencia de las inciertas perspectivas a escala mundial. La inflación medida por los precios de consumo se moderó aún más en la mayoría de los países, lo que ha permitido a varios bancos centrales seguir relajando la política monetaria.

En China, el comercio exterior registró una considerable caída a principios del 2009. En enero y febrero, las exportaciones y las importaciones se redujeron un 25,3% y un 34,2%, respectivamente, en comparación con el mismo período del año anterior. La producción industrial sólo aumentó un 3,8%, en tasa interanual, en los dos primeros meses del 2009, principalmente como resultado del debilitamiento de las

exportaciones y de un ajuste a la baja en el sector de la construcción. En cuanto a los aspectos positivos, las medidas de estímulo fiscal aprobadas en noviembre del 2008 se tradujeron en un considerable aumento de la inversión en infraestructura, elevando por consiguiente la tasa de crecimiento interanual de la inversión hasta el 26,5%. El crecimiento del consumo interno también ha dado muestras de relativa resistencia hasta ahora, en comparación con otras economías. En febrero del 2009, la inflación interanual medida por el IPC se tornó negativa, bajando hasta el -1,6% desde el 1% registrado en enero. La política monetaria acomodaticia y las medidas fiscales se han reflejado en un crecimiento muy rápido del crédito. A finales de febrero, el saldo de los préstamos se situaba un 24,2% por encima del nivel observado un año antes.

AMÉRICA LATINA

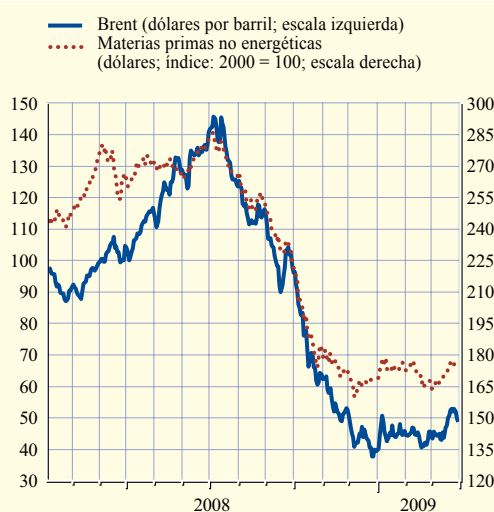
En América Latina, la actividad económica ha seguido debilitándose por la atonía de la demanda exterior y de la demanda interna. Al mismo tiempo, las presiones inflacionistas se han moderado, aunque sólo gradualmente. En Brasil, el crecimiento del PIB real se redujo hasta una tasa interanual del 1,2% en el cuarto trimestre del 2008, desde el 6,8% registrado en el tercer trimestre, debido principalmente a una desaceleración de la inversión y, en menor medida, del crecimiento del consumo privado. La actividad también se redujo en Argentina, registrándose una expansión del PIB real del 4,4%, en tasa interanual, en el cuarto trimestre del 2008. No obstante, las presiones inflacionistas siguieron siendo intensas, con una tasa de inflación interanual del 6,8% en febrero del 2009. En México, la producción industrial continuó cayendo en enero y se situó un 10,4% por debajo del nivel registrado un año antes. Al mismo tiempo, la inflación interanual se mantuvo prácticamente sin variación, en el 6,2%, en febrero, en comparación con el 6,3% de enero.

1.2 MERCADOS DE MATERIAS PRIMAS

En marzo el precio del petróleo se situó en torno a 45 dólares estadounidenses el barril y repuntó hacia finales de mes. El precio del barril de Brent era de 49,8 dólares el 1 de abril, es decir, un 24% más alto que a principios del 2009 (en euros, la subida es de alrededor del 31%). De cara al futuro, los participantes en el mercado esperan una subida de los precios en el medio plazo, negociándose actualmente los futuros con entrega en diciembre del 2011 a unos 67 dólares estadounidenses.

Por lo que respecta a las variables fundamentales, las proyecciones más recientes de la Agencia Internacional de la Energía indican que, en el 2009, la demanda de petróleo experimentará una contracción de 2,8 millones de barriles diarios con respecto al máximo alcanzado en el cuarto trimestre del 2007. Sin embargo, esta considerable reducción prevista de la demanda de petróleo, que se ha manifestado en forma de repetidas revisiones a la baja de las proyecciones, tanto para las economías desarrolladas como para las emergentes, no ha logrado hacer bajar aún más los precios. De hecho los países miembros de la OPEP han mantenido el compromiso de recortar la producción, conforme a

Gráfico 3 Principales indicadores de los mercados de materias primas



Fuentes: Bloomberg y HWWI.

los acuerdos alcanzados, cumpliendo dichos compromisos en un 80% en febrero del 2009. Ello ha compensado con creces la contracción de la demanda y ha situado actualmente la oferta mundial de petróleo en un nivel de alrededor de 3,4 millones de barriles diarios menos que hace un año.

Los precios de las materias primas no energéticas aumentaron ligeramente en marzo. Los precios de los metales han mostrado algunos indicios de recuperación. Más concretamente, el cobre se vio favorecido por las señales de un incremento de la demanda de China. La evolución de los precios de las materias primas agrícolas fue desigual y estuvo determinada, principalmente, por factores específicos, observándose un especial dinamismo en el caso del maíz y la soja. En términos agregados, el índice de precios de las materias primas no energéticas (denominado en dólares estadounidenses) se situaba, a finales de marzo, aproximadamente un 3% por encima del nivel observado a principios del año.

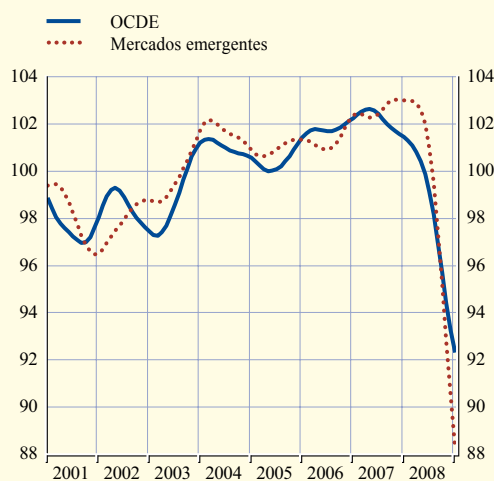
1.3 PERSPECTIVAS DEL ENTORNO EXTERIOR

Las perspectivas de la demanda exterior de bienes y servicios siguen siendo sombrías. La súbita caída del comercio internacional y la extrema debilidad de las perspectivas guardan relación, principalmente, con la acusada contracción de la demanda mundial. Además, esta caída se ha agravado por las condiciones de concesión de crédito más restrictivas y los por efectos amplificadores de los procesos de producción mundiales. Los indicadores sintéticos adelantados de la OCDE correspondientes a enero del 2009 continúan apuntando a un debilitamiento de las perspectivas en las «siete grandes» economías, descendiendo el agregado del grupo (es decir, la cifra correspondiente a todos los países miembros de la OCDE) hasta un nuevo mínimo sin apenas indicios claros de que vaya a estabilizarse en el corto plazo. Las perspectivas de las principales economías no pertenecientes a la OCDE también han seguido deteriorándose.

Las perspectivas de la economía mundial siguen estando sujetas a un grado de incertidumbre excepcionalmente alto. No obstante, los riesgos para la actividad económica mundial parecen estar ahora más equilibrados en general. Por una parte, los efectos positivos podrían ser más fuertes de lo previsto, como consecuencia del descenso de los precios de las materias primas y de las medidas de política adoptadas. Por otra parte, preocupa la posibilidad de que las turbulencias que afectan a los mercados financieros tengan un impacto más significativo sobre la economía real, de que se intensifiquen las presiones proteccionistas y de que se produzca una evolución negativa de la economía mundial como consecuencia de una corrección desordenada de los desequilibrios mundiales.

Gráfico 4 Indicador sintético adelantado de la OCDE

(datos mensuales; ajustados a la amplitud del ciclo)



Fuente: OCDE.

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

2 EVOLUCIÓN MONETARIA Y FINANCIERA

2.1 DINERO Y CRÉDITO DE LAS IFM

Los datos monetarios correspondientes a febrero del 2009 confirman que la desaceleración del crecimiento del agregado monetario amplio y del crédito continuó, aunque con una volatilidad intermensual que siguió siendo elevada. Estos datos señalan una nueva disminución de la tasa de crecimiento interanual de M3, pese a que los flujos mensuales fueron positivos. La tasa de crecimiento interanual de los préstamos al sector privado experimentó un nuevo descenso en febrero, mes en el que se registraron flujos negativos incluso después de corregir los datos por los efectos de las titulizaciones. Es probable que el acusado deterioro de las perspectivas de negocio y de renta en torno a finales del año pasado y principios de éste haya sido un importante factor determinante de esta evolución. El proceso de desapalancamiento del sector financiero parece continuar, ya que los activos totales de las entidades de crédito registraron una nueva caída en febrero, debido, principalmente, a que están desprendiéndose de activos exteriores.

EL AGREGADO MONETARIO AMPLIO M3

El ritmo de expansión monetaria continuó descendiendo en febrero, mes en que la tasa de crecimiento interanual de M3 volvió a disminuir, hasta el 5,9%, desde el 6% de enero (véase gráfico 5). Al mismo tiempo, la tasa de crecimiento intermensual volvió a ser positiva y se situó en el 0,5% en febrero, desde el -0,7% de enero. En general, la evolución a más corto plazo, medida, por ejemplo, por las tasas de crecimiento trimestral y semestral anualizadas, confirman que el ritmo de expansión monetaria en los últimos meses ha sido más lento que en el período anterior a la intensificación de las perturbaciones financieras en septiembre del 2008.

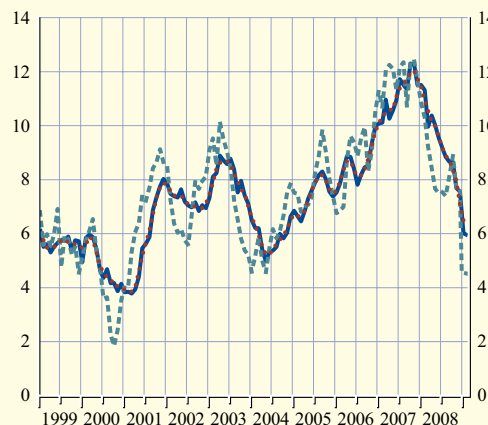
Los datos de febrero también confirman la caída de la tasa de crecimiento interanual de los préstamos de las IFM al sector privado y una evolución más moderada del crédito, en promedio, en los últimos meses. Los flujos mensuales de préstamos ajustados por el impacto de los préstamos dados de baja del balance a través de operaciones de titulización volvieron a tornarse ligeramente negativos en febrero, habiendo sido positivos en enero y negativos en diciembre. Es probable que la moderación de los flujos de préstamos en los últimos meses refleje el acusado deterioro de las perspectivas de negocio y de renta en torno a finales del año pasado y principios de éste, aunque las encuestas sobre préstamos bancarios más recientes sugieren que es posible que factores de oferta también estén influyendo.

Los datos monetarios correspondientes a febrero confirman asimismo el proceso de desapalancamiento actual del sector de las IFM, ya que los activos totales de las entidades de crédito volvieron a disminuir en febrero. Este proceso continuó estando fundamentalmente impulsado por una reducción de los activos exteriores. En cuanto a la financiación bancaria, la emisión neta de valores distintos de acciones por parte de las IFM aumentó, reflejando probablemente el apoyo que han supuesto los avales públicos.

Gráfico 5 Crecimiento de M3

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

— M3 (tasa de crecimiento interanual)
... M3 (media móvil de tres meses centrada de la tasa de crecimiento interanual)
--- M3 (tasa de crecimiento semestral anualizada)



Fuente: BCE.

PRINCIPALES COMPONENTES DE M3

La nueva desaceleración observada en el crecimiento interanual de M3 en febrero tuvo su origen en el descenso de la contribución de los depósitos a corto plazo distintos de los depósitos a la vista. Esta evolución quedó compensada, en parte, por el aumento de la contribución de M1 y de los instrumentos negociables.

La tasa de crecimiento interanual de M1 volvió a aumentar en febrero, hasta el 6,3%, desde el 5,1% de enero, debido al mayor crecimiento de los depósitos a la vista (véase cuadro 1). La tasa de crecimiento interanual del efectivo en circulación siguió siendo elevada, próxima a los niveles observados desde octubre del 2008. Al mismo tiempo, los flujos mensuales parecen haber retornado a niveles cercanos a la media desde el año 2002, tras el incremento observado en octubre. La tasa de crecimiento interanual de los depósitos a la vista volvió a experimentar un ascenso en febrero, mes en que se situó en el 4,9%, desde el 3,5% de enero. Los flujos mensuales de entrada en este subcomponente de M1 fueron considerables, aunque sensiblemente inferiores a los registrados en enero. La volatilidad de las entradas mensuales en los depósitos a la vista ha sido notable desde octubre del año pasado por diversos motivos, entre los que se incluyen los efectos iniciales de la búsqueda de activos de mayor calidad y, posteriormente, los efectos de fin de año y de los tipos de interés.

La tasa de crecimiento interanual de los depósitos a corto plazo distintos de los depósitos a la vista (M2-M1) volvió a disminuir en febrero, hasta el 7,7%, desde el 10,1% de enero, reflejando la evolución divergente de sus subcomponentes. Aunque la tasa de crecimiento interanual de los depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses (es decir, depósitos de ahorro a corto plazo) aumentó de nuevo en febrero, resultó compensada con creces por el descenso de la tasa de crecimiento interanual de los depósitos hasta dos años (esto es, depósitos a corto plazo).

Es probable que la heterogénea evolución de los distintos tipos de depósitos a corto plazo en los últimos meses refleje consideraciones relacionadas con su remuneración. Los datos sobre los tipos de interés

Cuadro 1 Cuadro resumen de variables monetarias

(los datos trimestrales son medias; datos ajustados de efectos estacionales y de calendario)

	Saldo vivo en porcentaje de M3 ¹⁾	Tasas de crecimiento interanual					
		2008 I	2008 II	2008 III	2008 IV	2009 Ene	2009 Feb
M1	43,9	3,8	2,3	0,6	2,7	5,1	6,3
Efectivo en circulación	7,6	7,8	7,8	7,5	12,4	13,7	13,5
Depósitos a la vista	36,2	3,0	1,2	-0,7	0,9	3,5	4,9
M2 - M1 (= otros depósitos a corto plazo)	41,9	18,4	19,3	18,9	15,7	10,1	7,7
Depósitos a plazo hasta dos años	24,7	41,4	40,4	37,6	29,1	14,9	9,4
Depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses	17,2	-3,3	-2,3	-2,0	-0,8	3,7	5,4
M2	85,8	10,3	10,0	9,1	8,9	7,5	7,0
M3 - M2 (= instrumentos negociables)	14,2	16,3	10,3	8,9	4,2	-2,2	0,0
M3	100,0	11,2	10,1	9,0	8,1	6,0	5,9
Crédito a residentes en la zona del euro		10,0	9,6	9,1	7,3	6,0	5,7
Crédito a las Administraciones Públicas		-2,5	-1,2	0,6	1,7	5,2	6,9
Préstamos a las Administraciones Públicas		-0,9	0,8	2,2	2,9	2,4	3,1
Crédito al sector privado		12,7	11,9	10,8	8,4	6,1	5,4
Préstamos al sector privado		11,1	10,5	9,1	7,3	5,0	4,2
Préstamos al sector privado ajustados por ventas y titulizaciones		12,0	11,5	10,2	8,6	6,7	5,9
Pasivos financieros a más largo plazo (excluidos capital y reservas)		6,8	4,5	3,3	1,0	0,5	1,7

Fuente: BCE.

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

aplicados por las IFM para el período comprendido hasta enero confirman que la remuneración de los depósitos a corto plazo volvió a descender considerablemente en ese período y que los diferenciales con respecto a los tipos de interés a los que se remuneran los depósitos a la vista y los depósitos de ahorro a corto plazo se redujeron sustancialmente. De este modo, el coste de oportunidad de mantener depósitos a la vista continuó disminuyendo en relación con el coste de mantener otros depósitos a corto plazo. Además, dado la elevada incertidumbre actual, es probable que los inversores sigan prefiriendo activos más líquidos.

La tasa de crecimiento interanual de los instrumentos negociables (M3-M2) se situó en torno a cero en febrero, después de registrar niveles considerablemente negativos (el -2,2%) en enero. La evolución de estos instrumentos sigue mostrando una volatilidad notable a corto plazo. Las entradas observadas en febrero en las participaciones en fondos del mercado monetario, el principal subcomponente de los instrumentos negociables, fueron superiores a las del mes anterior, de modo que la tasa de crecimiento interanual se incrementó hasta el 3,5%, desde el 2,6% de enero. Esta evolución confirma que los eventuales temores de los residentes en la zona del euro en cuanto a la posibilidad de incumplimiento de los compromisos de pago por parte de estos fondos tras la quiebra de Lehman Brothers han ido desapareciendo. Ciertamente, el crecimiento intermensual observado en enero y febrero fue relativamente pronunciado si se compara con la media desde el año 1999, aunque inferior al registrado en el período de desplazamientos de cartera entre el 2001 y el 2003.

En cuanto a otros tipos de instrumentos negociables, la tasa de crecimiento interanual de las cesiones temporales descendió hasta el 5,9% en febrero, desde el 7,1% del mes precedente. Sin embargo, la evolución de este componente es notoriamente volátil. Los valores distintos de acciones a corto plazo (es decir, valores distintos de acciones hasta dos años) emitidos por las IFM y que obran en poder del sector tenedor de dinero volvieron a disminuir considerablemente en términos interanuales, con una tasa de crecimiento interanual del -16,7% en febrero, desde el -24% de enero, pese a que por primera vez desde septiembre del 2008 se registró una tasa de crecimiento intermensual positiva. La emisión neta de este tipo de valores por parte de las IFM fue ligeramente inferior a cero en febrero (tras haberse tornado positiva en enero), y el principal comprador de estos valores siguieron siendo las propias IFM.

La tasa de crecimiento interanual de los depósitos de M3, que incluye los depósitos a corto plazo y las cesiones temporales, y que constituye el agregado monetario más amplio para el que se dispone de un detalle por sectores, volvió a disminuir en febrero, hasta el 6,8%, desde el 7,4% de enero. Esta evolución supone la continuación de la desaceleración observada desde principios del 2008. El descenso registrado en febrero se debió principalmente a la caída de la tasa de crecimiento interanual de los depósitos de M3 mantenidos por las sociedades no financieras, que se tornó negativa por primera vez desde 1999 y se redujo hasta el -0,7% ese mes. Es probable que la moderación gradual observada en los últimos meses en los depósitos de M3 que obran en poder del citado sector se deba a la mayor utilización de las reservas de liquidez, dado que los flujos de caja están disminuyendo y que es posible que la captación de fondos de nuevas fuentes de financiación externa se esté tornando más difícil. En cambio, la tasa de crecimiento interanual de los depósitos de M3 que mantienen los hogares sólo descendió ligeramente en febrero, hasta el 8,6%, desde el 8,7% de enero, mientras que la de los depósitos de los intermediarios financieros no monetarios prácticamente no se modificó y fue del 9,3%.

PRINCIPALES CONTRAPARTIDAS DE M3

En cuanto a las contrapartidas de M3, la tasa de crecimiento interanual del crédito total concedido por las IFM a residentes en la zona del euro siguió disminuyendo y se situó en el 5,7% en febrero, desde el 6% de enero (véase cuadro 1), como consecuencia de la nueva reducción de la tasa de crecimiento del

crédito al sector privado, que quedó parcialmente compensada por el incremento de la tasa de crecimiento del crédito a las Administraciones Públicas. En particular, la tasa de crecimiento interanual de los valores del sector público aumentó hasta el 6,9%, desde el 5,2% del mes precedente.

La tasa de crecimiento interanual del crédito concedido por las IFM al sector privado volvió a caer, hasta el 5,4% en febrero, desde el 6,1% de enero. La tasa de crecimiento interanual de los préstamos, el principal componente del crédito al sector privado, siguió disminuyendo y fue del 4,2%, desde el 5% observado en el mes anterior. Incluso después de corregir los flujos mensuales por el impacto estadístico a la baja de los préstamos dados de baja del balance en el contexto de las operaciones de titulización, los citados flujos retornaron a niveles negativos en febrero, después de haber sido positivos en enero. Esto se debe fundamentalmente a los elevados flujos negativos observados tanto en los préstamos a los intermediarios financieros no monetarios distintos de las empresas de seguros y los fondos de pensiones como en los otorgados a las sociedades no financieras.

La tasa de crecimiento interanual de los préstamos al sector privado se ha distorsionado a la baja por el efecto de las operaciones de titulización fuera de balance o real. En este proceso, las entidades de crédito que originan los préstamos los venden y los dan de baja de sus balances. En la mayor parte de los casos en los últimos meses, las entidades han adquirido los valores respaldados por estos préstamos con el fin de utilizarlos como activos de garantía en las operaciones de crédito del Eurosistema. Esta actividad fue muy intensa en los últimos meses del 2008, pero disminuyó en enero y febrero del 2009. En consecuencia, en febrero, la tasa de crecimiento interanual de los préstamos al sector privado fue 1,7 puntos porcentuales inferior a la tasa de crecimiento corregida por titulizaciones, sin variaciones con respecto a enero.

La tasa de crecimiento interanual de los préstamos otorgados por las IFM a las sociedades no financieras se redujo de nuevo y se situó en el 7,6% en febrero, desde el 8,8% observado en enero (véase cuadro 2). Al mismo tiempo, la tasa de crecimiento trimestral anualizada (un indicador de la evolución a corto plazo) cayó por debajo del 4% y los flujos mensuales volvieron a tornarse negativos, después de haber sido

Cuadro 2 Préstamos de las IFM al sector privado

(los datos trimestrales son medias; datos sin ajustar de efectos estacionales y de calendario)

	Saldo vivo en porcentaje del total ¹⁾	Tasas de crecimiento interanual					
		2008 I	2008 II	2008 III	2008 IV	2009 Ene	2009 Feb
Sociedades no financieras	44,9	14,6	14,5	12,8	11,3	8,8	7,6
Hasta un año	28,2	13,0	12,9	10,8	9,0	6,1	3,3
De uno a cinco años	20,1	22,5	20,9	18,7	16,0	13,2	12,1
Más de cinco años	51,7	12,8	13,0	11,7	10,7	8,7	8,4
Hogares²⁾	45,2	5,9	5,0	4,0	2,8	1,2	0,7
Crédito al consumo ³⁾	13,0	5,3	5,1	4,4	3,1	1,2	1,0
Préstamos para adquisición de vivienda ³⁾	71,3	6,7	5,6	4,2	2,9	1,0	0,5
Otras finalidades	15,7	2,7	2,2	2,5	2,2	2,0	1,5
Empresas de seguros y fondos de pensiones	0,9	6,8	-1,5	-7,8	-7,6	-5,0	-8,4
Otros intermediarios financieros no monetarios	9,0	24,9	25,0	22,1	14,3	7,9	7,2

Fuente: BCE.

Notas: Sector IFM, incluido el Eurosistema; clasificación por sectores basada en el SEC 95. Para más información, véanse las notas técnicas pertinentes.

1) A fin del último mes disponible. Préstamos a los sectores, en porcentaje del total de préstamos de las IFM al sector privado; detalle por plazo y por finalidad, en porcentaje de los préstamos concedidos por las IFM a los sectores respectivos. Pueden producirse discrepancias, debido al redondeo.

2) Según la definición del SEC 95.

3) Las definiciones de crédito al consumo y préstamos para adquisición de vivienda no son totalmente homogéneas en la zona del euro.

positivos en enero. Estos flujos negativos ocultan una evolución divergente de los distintos plazos de vencimiento: aunque los flujos de préstamos a más de un año siguieron siendo positivos, los correspondientes a los préstamos hasta un año fueron considerablemente negativos. Esta disminución de la financiación a corto plazo podría estar relacionada con el hecho de que las sociedades no financieras estén utilizando sus depósitos a corto plazo en las IFM y es acorde con el fuerte deterioro de las condiciones económicas (y, por tanto, de las necesidades de capital circulante) en torno a finales del año pasado y principios de éste. Sin embargo, los préstamos a corto plazo suelen ser más volátiles que los préstamos a largo plazo, por lo que es necesario disponer de más datos para realizar una valoración sólida.

La tasa de crecimiento interanual de los préstamos a hogares disminuyó de nuevo en febrero, hasta el 0,7%, desde el 1,2% de enero. La evolución a más corto plazo, medida por la tasa de crecimiento trimestral anualizada, siguió siendo negativa. Los flujos mensuales volvieron a ser positivos en febrero, aunque se mantuvieron próximos a cero. No obstante, las cifras siguen distorsionadas a la baja por el impacto de la eliminación de préstamos de los balances como consecuencia de las operaciones de titulización fuera de balance. Dado que la titulización afecta principalmente a los préstamos hipotecarios, los flujos mensuales de préstamos parecen haber sobreestimado la caída de la financiación a este sector. Con todo, los préstamos a hogares se han moderado en los últimos meses, y esta tendencia continuó en febrero.

Entre las demás contrapartidas de M3, la tasa de crecimiento interanual de los pasivos financieros a más largo plazo de las IFM (excluidos capital y reservas) aumentó hasta el 1,6% en febrero, desde el 0,5% de enero. Este incremento fue generalizado en todos sus subcomponentes. Pese a registrar nuevamente flujos mensuales positivos, la tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones a más de dos años de las IFM siguió siendo ligeramente negativa en febrero, tras una sucesión de flujos negativos entre septiembre y diciembre. No obstante, esta evolución observada recientemente sugiere que las dificultades para obtener financiación a través de esta fuente fuera del sector de las IFM pueden estar disminuyendo. Los flujos mensuales de entrada positivos en estos instrumentos también se deben al hecho de que la emisión de este tipo de valores aumentó de nuevo en febrero, ya que las entidades de crédito se están beneficiando de manera creciente de los planes de avales públicos introducidos por los Gobiernos (véase el recuadro titulado «¿Cómo quedan reflejadas en el balance de las entidades de crédito de la zona del euro las medidas de los Gobiernos en apoyo del sistema financiero?»). En febrero, la tasa de crecimiento interanual de los depósitos a más de dos años se incrementó hasta el 4,2%, desde el 2,9% de enero, y la de los depósitos disponibles con preaviso superior a tres meses hasta el 1,4%, desde el 0,7% del mes anterior.

La tasa de crecimiento interanual del capital y reservas aumentó de nuevo en febrero, hasta el 11,9%, desde el 10,8% de enero, reflejando el proceso de recapitalización de instituciones financieras individuales que se está llevando a cabo.

Recuadro 2

¿CÓMO QUEDAN REFLEJADAS EN EL BALANCE DE LAS ENTIDADES DE CRÉDITO DE LA ZONA DEL EURO LAS MEDIDAS DE LOS GOBIERNOS EN APOYO DEL SISTEMA FINANCIERO?

El extraordinario deterioro observado en la situación de los mercados financieros internacionales desde mediados de septiembre del 2008 ha hecho que Gobiernos y bancos centrales de todo el mundo reaccionen introduciendo una variedad de medidas igualmente extraordinarias. En este recuadro se adopta una perspectiva específica y se examinan las posiciones del balance estadístico de las IFM de la zona del euro en las que quedan reflejadas estas medidas. Las medidas aplicadas por el Euro-

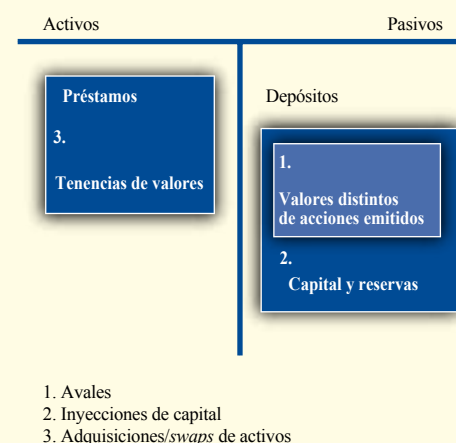
sistema para asegurar un suministro adecuado de liquidez a las entidades de crédito de la zona del euro no se consideran en este recuadro¹.

Un balance simplificado para las entidades de crédito

El examen del balance de las IFM es el punto de partida del análisis monetario que el BCE efectúa regularmente. En el gráfico A se presenta de forma simplificada el balance de las entidades de crédito², con las posiciones en las que se reflejan las medidas introducidas. La reacción inicial de los Gobiernos de la zona del euro a la intensificación de las tensiones fue la ampliación de la cuantía cubierta por los fondos de garantía de depósitos, con el fin de incrementar la confianza en el sistema bancario. Sin embargo, esta medida tuvo un carácter esencialmente preventivo y, por ello, su efecto no puede observarse directamente en el balance de las entidades de crédito. Las otras medidas introducidas por los Gobiernos de la zona, que culminaron el 12 de octubre de 2008 con el anuncio de un plan europeo de acción concertada, tienen un impacto más apreciable en el balance, tanto por el lado del pasivo como del activo. Estas

medidas pueden agruparse en tres grandes categorías: la introducción de avales públicos para respaldar los valores distintos de acciones emitidos por las entidades de crédito (medida 1 del gráfico A), las inyecciones de capital a las entidades de crédito por parte de organismos públicos (medida 2 del gráfico A), y la adquisición por los Gobiernos de activos de las entidades de crédito o bien su intercambio por deuda pública (medida 3 del gráfico A)³. Conviene reconocer, no obstante, que las medidas adoptadas son, en algunos casos, complejas e híbridas en cuanto su carácter y que, por lo tanto, no se pueden clasificar fácilmente dentro del esquema que se acaba de describir. Además, en determinados casos, el carácter de estas medidas implica que no se produce un efecto directo en el balance estadístico de las entidades de crédito (por ejemplo, cuando los Gobiernos proporcionan protección frente a las fluctuaciones de precios de los activos mantenidos).

Gráfico A Representación simplificada del balance de las entidades de crédito y posiciones afectadas por las medidas introducidas por los Gobiernos



Fuente: BCE.

- 1 Las actividades de gestión de la liquidez por parte del BCE se presentan periódicamente en el Boletín Mensual. Véase, por ejemplo, el recuadro titulado «Situación de liquidez y operaciones de política monetaria en el período comprendido entre el 12 de noviembre de 2008 y el 10 de febrero de 2009» en la edición de marzo del 2009. Véase también el recuadro titulado «Operaciones de liquidez recientes y su impacto sobre los agregados monetarios», publicado en el Boletín Mensual de enero del 2008, donde figura un análisis del impacto de las operaciones de liquidez del BCE sobre los agregados monetarios.
- 2 Las entidades de crédito son el principal subcomponente del sector de las IFM; los otros dos subcomponentes principales son el Eurosistema y los fondos del mercado monetario.
- 3 Además de estas medidas, la Comisión Europea ha ratificado las modificaciones introducidas en las Normas Internacionales de Información Financiera que permiten la reclasificación de valores y, por tanto, su eliminación de las categorías que requieren una valoración a precios de mercado y su inclusión en las que se valoran al coste amortizado. Por lo que respecta a las estadísticas de balances de las IFM, esta medida podría causar el efecto de inflar los datos de préstamos a expensas de las tenencias de valores, introduciendo con ello una distorsión en el balance. No obstante, estas reclasificaciones se corrigen al calcular las respectivas series de flujos y, por tanto, las tasas de crecimiento obtenidas de estos flujos no quedan distorsionadas. Los saldos respectivos podrían resultar afectados, pero para que esto suceda, tendrían que utilizarse las Normas Internacionales de Información Financiera para la presentación de información estadística, lo que no ocurre en todos los países de la zona del euro. En general, a efectos de la presentación de información estadística, los instrumentos se clasifican ex ante más que ex post (es decir, la negociabilidad del valor no se vuelve a valorar después de la emisión).

Emisiones de valores distintos de acciones por las IFM respaldadas por avales públicos

Los avales proporcionados por algunos Gobiernos de la zona del euro pretenden facilitar la financiación de las entidades de crédito. Desde una perspectiva cuantitativa, tales avales representan el tipo de medida más importante. Si se considera la zona del euro en su conjunto, el volumen máximo de valores distintos de acciones que los Gobiernos se han comprometido a garantizar de conformidad con dichos planes asciende al 33% de todos los valores distintos de acciones de las IFM emitidos.

En el contexto de las tensiones observadas en importantes mercados de financiación, tales como el mercado de bonos bancarios sin garantía, la emisión neta de valores distintos de acciones por las entidades de crédito de la zona del euro fue muy negativa en septiembre y octubre del 2008 (véase gráfico B). Desde finales del 2008, tras la introducción de programas de avales públicos, los bancos de la zona del euro han comenzado a emitir valores distintos de acciones de conformidad con ellos. En el período transcurrido hasta febrero del 2009, el valor nominal

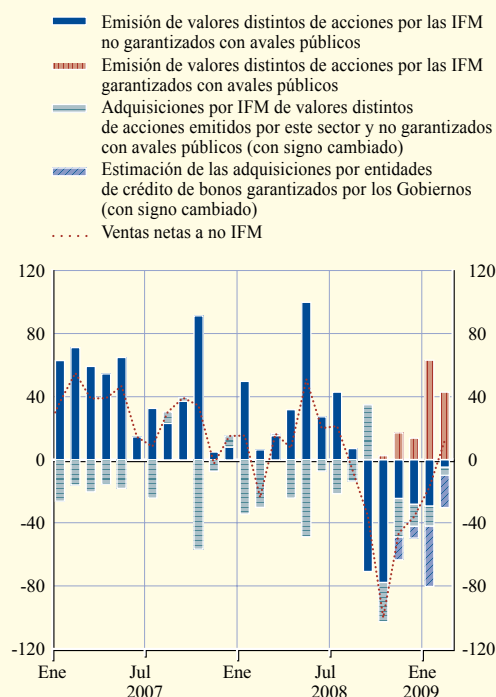
total de los valores distintos de acciones emitidos por las entidades de crédito de la zona del euro de acuerdo con los programas mencionados ascendió, aproximadamente, a 140 mm de euros. En gran medida, estos valores han sido adquiridos por otras entidades de crédito —lo que se ha registrado en el lado del activo de los balances de los bancos— y, posteriormente, se han utilizado como activos de garantía en las operaciones del Eurosistema. Las IFM de la zona del euro también han comprado valores distintos de acciones de las IFM que no han sido garantizados por los Gobiernos, y la consolidación de las compras totales con la emisión implica que las ventas netas de valores distintos de acciones a no IFM (tanto residentes como no residentes) fueron negativas desde septiembre del 2008 hasta enero del 2009. Este hecho se ha registrado en los flujos de las posiciones «valores distintos de acciones hasta dos años» y «valores distintos de acciones a más de dos años» del balance consolidado de las IFM, y refleja la reducción de la financiación de las entidades de crédito por parte del sector no IFM a través de los mercados.

Inyecciones de capital por parte de los Gobiernos

La provisión de capital adicional a las instituciones financieras por los Gobiernos de la zona del euro pretende conseguir que la financiación adecuada de la economía de la zona del euro no se vea obstaculizada por restricciones de capital. Las recapitalizaciones efectuadas hasta el momento han adoptado formas diferentes: bien causan efectos dilusivos en lo que se refiere a los tenedores de capital (es decir,

Gráfico B Emisión de valores distintos de acciones por las IFM y ventas netas a no IFM

(flujos mensuales; mm de euros; sin ajustar de efectos estacionales o de calendario)



Fuentes: BCE y estimaciones del BCE.

supone la compra de nuevas acciones ordinarias) o bien antidilutivas (que comprende, por ejemplo, la compra de nuevas acciones preferentes o de deuda convertible o subordinada). Las estadísticas de balances de las IFM registran las compras de nuevas acciones por los Gobiernos como incrementos de capital y reservas, mientras que las adquisiciones de deuda nueva por los Gobiernos se registran como incrementos en la emisión de valores distintos de acciones de las IFM.

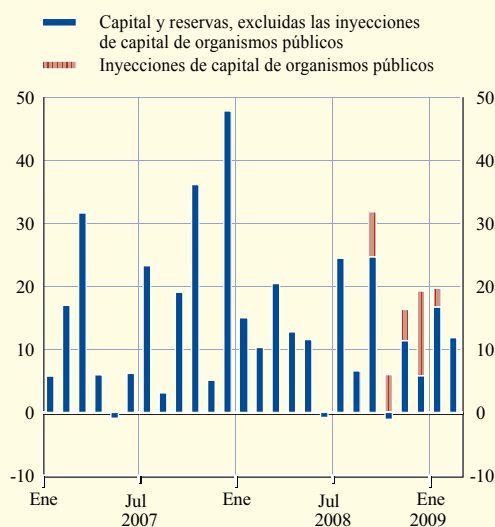
El volumen de capital que los Gobiernos se han comprometido a inyectar en las instituciones financieras de la zona del euro asciende, aproximadamente, al 13% de su capital y reservas. En el gráfico C se ilustra el efecto que tiene esta medida en los flujos mensuales de capital y reservas, mostrando el importe bruto proporcionado a las entidades de crédito de la zona del euro de un modo que afecta a la posición de la partida capital y reservas. Para el período transcurrido hasta febrero del 2009, este importe tiene un valor total de, aproximadamente, 35 mm de euros, muy por debajo del volumen de las recapitalizaciones o de los compromisos adquiridos por los Gobiernos ya anunciados. La diferencia se debe a varios motivos. En primer lugar, existe, en general, un desfase —con frecuencia de varios meses— entre el anuncio y el momento en que se produce realmente la inyección. En segundo lugar, las inyecciones de capital no siempre están destinadas en su totalidad a operaciones bancarias, sino que, en algunos casos, se dirigen a las operaciones de seguro de los conglomerados financieros y, por lo tanto, no quedan reflejadas en el balance de las entidades de crédito. En tercer lugar, algunas de las inyecciones de capital se realizan mediante instrumentos que se registran como valores distintos de acciones en el marco estadístico, aunque desde una perspectiva regulatoria se consideran capital. El gráfico C muestra asimismo que, hasta el mes más reciente para el que se dispone de datos, las entidades de crédito de la zona del euro han podido incrementar su capital y reservas por encima de las inyecciones de capital recibidas de los Gobiernos, bien captando capital del sector no bancario o bien manteniendo su rentabilidad.

Swaps de activos y planes de compra de acciones

El tercer tipo de medida consta de planes que implican la compra simple de activos de elevada calidad a las entidades de crédito y la introducción de acuerdos recíprocos que permiten que la deuda pública en poder de organismos públicos pueda intercambiarse, con carácter temporal, por instrumentos financieros mantenidos por las entidades de crédito. Así pues, estas medidas tienen un doble propósito: por una parte, proporcionan a las entidades de crédito valores líquidos que pueden utilizarse con fines de financiación y, por otra parte, permiten potencialmente a los bancos paliar sus restricciones de capital al poder sacar activos de sus balances. De todas las medidas anunciadas hasta ahora por los Gobiernos de la zona del euro, las que implican compras simples o *swaps* de activos son las más limitadas desde una perspectiva cuantitativa.

Gráfico C Inyecciones de capital por parte de organismos públicos a entidades de crédito de la zona del euro

(flujos mensuales; mm de euros; sin ajustar de efectos estacionales o de calendario)



Fuentes: BCE, Bloomberg y cálculos del BCE.

La compra simple de activos de las entidades de crédito por parte de los Gobiernos daría lugar a una reducción de los valores o los préstamos en el balance consolidado del sector IFM (véase gráfico A) y a un descenso proporcional de los depósitos que mantienen los Gobiernos en el sector bancario. Por el contrario, las operaciones de *swaps* de activos no tendrían, en principio, ningún impacto sobre las posiciones de balance.

Conclusiones

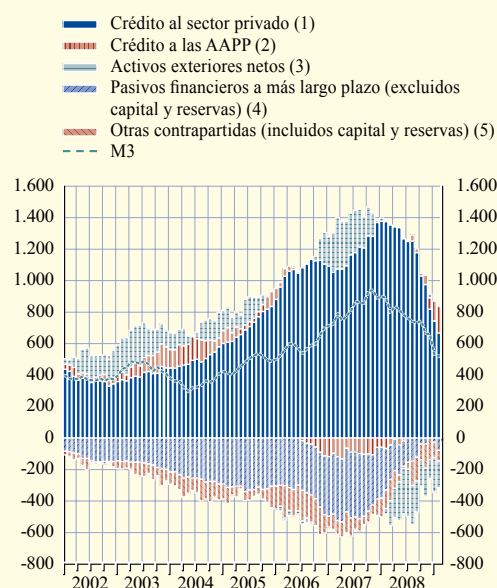
La amplia gama de medidas introducidas por los Gobiernos de la zona del euro para apoyar al sistema financiero en respuesta a la intensificación de las turbulencias financieras se refleja directamente en distintas posiciones del balance de las IFM, sobre todo por el lado del pasivo. Dada la aplicación gradual de estas medidas, resulta necesario efectuar un seguimiento continuado de la evolución del balance de las IFM, con el fin de evaluar su impacto en la situación de las entidades de crédito de la zona del euro, así como cualquier efecto definitivo en el flujo de crédito hacia los sectores no financieros. Desde una perspectiva más amplia, es fundamental realizar un seguimiento de este tipo si se pretende que el análisis monetario cumpla su papel de extraer de la evolución monetaria la señal relevante para la evaluación de los riesgos para la estabilidad de precios en el medio y largo plazo.

Si se considera la evolución de los activos y los pasivos exteriores del sector de las IFM se observan cuantiosos flujos de salida a ambos lados del balance. Estas salidas confirman la valoración de que las actividades de negocio de las IFM con no residentes en la zona del euro están disminuyendo, y con ello están contribuyendo al desapalancamiento de las entidades de crédito. En febrero, la posición acreedora neta frente al exterior de las IFM registró entradas por importe de 32 mm de euros, ya que los pasivos cayeron con mayor intensidad que los activos. Las salidas interanuales de la citada posición se redujeron a 169 mm de euros, desde 219 mm de euros en enero.

En resumen, los datos de febrero siguen aportando indicios de que la reciente intensificación de las tensiones en los mercados financieros ha causado un impacto sobre posiciones del balance de las IFM. Esto es especialmente evidente en el actual proceso de desapalancamiento que se está observando en relación con no residentes en la zona del euro. Los flujos de préstamos al sector privado no financiero fueron moderados en febrero, particularmente los otorgados a los intermediarios financieros no monetarios distintos de las empresas de seguros y los fondos de pensiones y a las sociedades no financieras. La evolución observada en los préstamos al sector privado no financiero probablemente refleje el acusado descenso de la actividad

Gráfico 6 Contrapartidas de M3

(flujos interanuales; mm de euros; datos ajustados de efectos estacionales y de calendario)



Fuente: BCE.

Nota: M3 figura sólo 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.

económica real y el deterioro de las perspectivas económicas, si bien no puede descartarse la posibilidad de que factores de oferta también puedan haber influido, como indican los resultados de las últimas encuestas sobre préstamos bancarios.

2.2 EMISIONES DE VALORES

La tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro siguió siendo elevada en enero del 2009. Gran parte de la intensa actividad emisora tuvo su origen en la Administración Central, mientras que las tasas de crecimiento de los valores distintos de acciones emitidos por las IFM se mantuvo moderada. La tasa de crecimiento de la emisión de acciones cotizadas no experimentó variaciones.

VALORES DISTINTOS DE ACCIONES

La tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro aumentó ligeramente, hasta el 10,1%, en enero del 2009, en comparación con el 9,5% del mes precedente (véase cuadro 3). Esta cifra global oculta diferencias en la evolución de los distintos plazos de vencimiento. La emisión de valores a corto plazo continuó aumentando a una tasa sostenida, del 25,7%, en enero del 2009, frente al 27,7% de diciembre del 2008. La tasa de crecimiento interanual de la emisión de valores a largo plazo experimentó un incremento moderado, de 0,8 puntos porcentuales, hasta el 8,1%. La emisión de valores a más largo plazo puede descomponerse en valores a tipo de interés variable y a tipo de interés fijo. La tasa de crecimiento interanual de la emisión de valores a tipo de interés variable fue del 15,6% en enero del 2009, situándose, una vez más, considerablemente por encima de la de los valores a tipo fijo, que ese mes fue del 5,3%.

La tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por las sociedades no financieras se situó en el 6,7% en enero del 2009, ligeramente por debajo del 7% de diciembre del 2008. Estas cifras muestran que la emisión de valores por parte de las sociedades no financieras se ha recuperado sen-

Cuadro 3 Valores emitidos por residentes en la zona del euro

Sector emisor	Saldo vivo (mm de euros) 2009 Ene	Tasas de crecimiento interanual ¹⁾					
		2008 I	2008 II	2008 III	2008 IV	2008 Dic	2009 Ene
Valores distintos de acciones:	13.373	8,2	6,9	7,3	7,8	9,5	10,1
IFM	5.353	9,4	7,8	8,2	5,7	5,5	5,3
Instituciones financieras no monetarias	1.969	24,9	21,7	23,4	24,3	28,5	30,5
Sociedades no financieras	710	8,8	5,9	4,0	4,9	7,0	6,7
Administraciones Públicas	5.341	2,7	2,2	2,4	5,5	8,0	9,2
De las cuales:							
Administración Central	5.004	2,7	2,3	2,4	5,7	8,3	9,5
Otras Administraciones Públicas	337	2,7	1,3	3,0	2,9	3,9	5,3
Acciones cotizadas:	3.281	1,2	0,9	0,6	0,8	1,0	1,0
IFM	345	0,7	1,5	2,8	4,9	5,8	6,6
Instituciones financieras no monetarias	240	2,7	2,4	2,6	2,6	3,0	3,1
Sociedades no financieras	2.696	1,2	0,6	0,0	-0,1	-0,1	-0,1

Fuente: BCE.

1) Para más información, véanse las notas técnicas relativas a las secciones 4.3 y 4.4 de las «Estadísticas de la zona del euro».

siblemente en los últimos meses, en comparación con los reducidos niveles observados a mediados del 2008. No obstante, desde una perspectiva a más largo plazo, la actividad emisora actual de este sector sigue siendo considerablemente inferior al máximo registrado en el segundo semestre del 2007, antes de que las perturbaciones comenzaran a intensificarse en el 2008. La tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones a largo plazo emitidos por las sociedades no financieras experimentó un ascenso de 2,6 puntos porcentuales, hasta el 7,9%, en enero del 2009, mientras que la tasa de crecimiento de la emisión de valores a corto plazo se redujo sustancialmente, hasta el 0,5%, desde el 16,3% del mes anterior. Es probable que esta evolución también se deba al hecho de que la capacidad de las sociedades no financieras para captar financiación a corto plazo se vio obstaculizada durante la mayor parte del 2008, ya que la emisión bruta no igualó el ritmo de las amortizaciones.

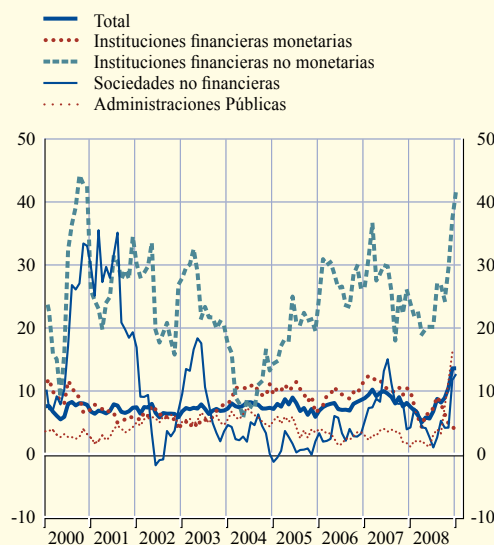
Si se consideran datos desestacionalizados, que son más adecuados para evaluar las tendencias a corto plazo, la tasa de crecimiento semestral anualizada de la emisión de valores distintos de acciones no se modificó y fue del 13,6% en enero del 2009, debido, principalmente, al aumento de la emisión por parte de las instituciones financieras no monetarias y de las sociedades no financieras. En cambio, la tasa de crecimiento semestral anualizada de los valores distintos de acciones emitidos por las IFM se redujo y, por tanto, causó un efecto compensador en la cifra total (véase gráfico 7).

Por lo que se refiere al sector financiero, la tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por las IFM se redujo ligeramente, hasta el 5,3%, en enero del 2009, desde el 5,5% de diciembre del 2008. La emisión de valores a corto plazo, que había sido intensa desde el comienzo de las perturbaciones financieras en el verano del 2007, se redujo hasta el 10,4% en enero del 2009, situándose por tanto en un nivel similar al registrado a principios del 2007. La tasa de crecimiento interanual de la emisión de valores distintos de acciones a largo plazo de las IFM experimentó un moderado descenso, hasta el 4,3%, en enero del 2009. Es probable que la nueva disminución de la emisión de valores distintos de acciones a corto plazo por parte del citado sector refleje el aumento de los diferenciales de crédito de la deuda de las entidades de crédito, tras la intensificación de la crisis en los mercados de crédito que se produjo después de septiembre del 2008, y que sólo se vio parcialmente compensada por los anuncios de los Gobiernos de adopción de diversas medidas para apoyar al sector bancario. La magnitud del efecto de la agudización de las turbulencias financieras puede valorarse con mayor precisión si se examinan los datos desestacionalizados. Los datos de seis meses desestacionalizados correspondientes a enero del 2009 indican que las tasas de crecimiento de los valores distintos de acciones a corto plazo y a largo plazo emitidos por las IFM se redujeron 3,5 puntos porcentuales (hasta el 7,3%) y 1,1 puntos porcentuales (hasta el 2,4%), respectivamente, en comparación con diciembre del 2008.

La tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por las instituciones financieras no monetarias aumentó ligeramente, hasta el 30,5%, en enero del 2009, en comparación con

Gráfico 7 Detalle por sectores de los valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro

(tasas de crecimiento semestrales anualizadas desestacionalizadas)



Fuente: BCE.

el 28,5% del mes anterior, confirmando con ello la persistente e intensa actividad emisora de este sector. Esta actividad está relacionada, en gran medida, con las numerosas operaciones de titulación realizadas por sociedades instrumentales patrocinadas por entidades de crédito, pese a la paralización efectiva de las colocaciones en los mercados desde el comienzo de las turbulencias.

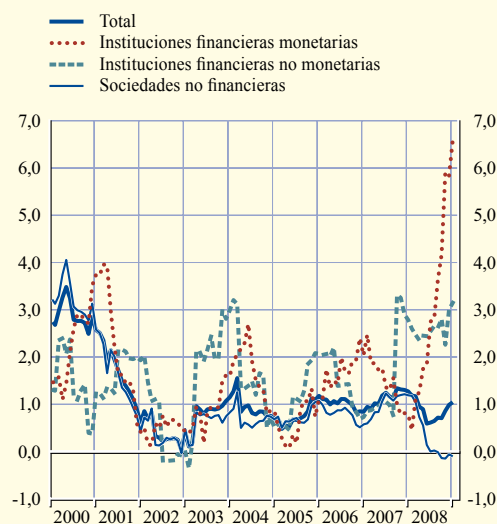
La tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por las Administraciones Públicas se incrementó considerablemente, hasta el 9,2%, en enero del 2009, desde el 8% de diciembre del 2008, alcanzando con ello el nivel más alto registrado desde noviembre de 1995. Este incremento se debió, en su mayor parte, al acusado incremento de la tasa de crecimiento de los valores distintos de acciones a corto plazo emitidos por la Administración Central.

ACCIONES COTIZADAS

La tasa de crecimiento interanual de las acciones cotizadas emitidas por residentes en la zona del euro fue del 1% en enero del 2009, prácticamente invariable con respecto al mes precedente (véase cuadro 3). En un contexto de persistente incremento del coste de las acciones, este moderado nivel refleja fundamentalmente el crecimiento negativo de las acciones cotizadas emitidas por las sociedades no financieras, que no se modificó con respecto a diciembre y fue del -0,1%, mientras que la tasa de crecimiento de la emisión por parte de las IFM aumentó desde el 5,8% hasta el 6,6%, probablemente como reflejo de las iniciativas de las instituciones de la zona del euro para reforzar su base de capital ante las cuantiosas pérdidas experimentadas el año pasado en los valores que mantienen en sus carteras (véase gráfico 8).

Gráfico 8 Detalle por sectores de las acciones cotizadas emitidas por residentes en la zona del euro

(tasas de crecimiento interanual)



Fuente: BCE.

Nota: Las tasas de crecimiento se calculan a partir de las operaciones financieras.

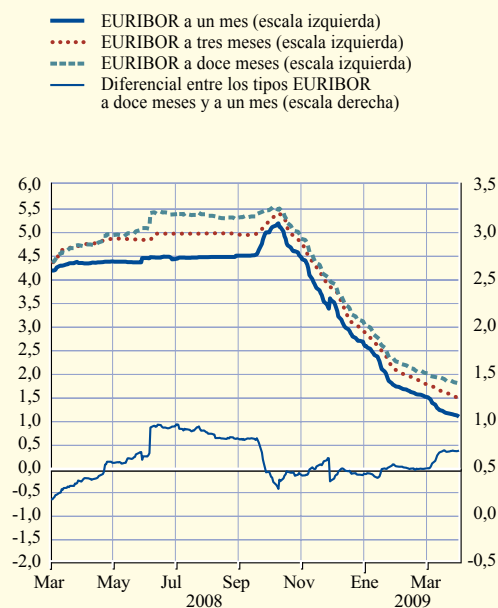
2.3 TIPOS DE INTERÉS DEL MERCADO MONETARIO

Los tipos de interés del mercado monetario sin garantías continuaron disminuyendo en marzo, mientras que los tipos con garantías también se redujeron, aunque a un ritmo más lento. En consecuencia, el diferencial entre los tipos del mercado monetario sin garantías y los tipos con garantías se estrechó, aunque se mantuvo relativamente elevado. El Eurosistema continuó proporcionando abundante liquidez al sistema financiero en marzo, aplicando un procedimiento de subasta a tipo de interés fijo y con adjudicación plena en sus operaciones principales de financiación y en sus operaciones de financiación a plazo más largo.

Los tipos de interés del mercado monetario sin garantías experimentaron un nuevo descenso en marzo del 2009. El 1 de abril, los tipos EURIBOR a un mes, a tres meses, a seis meses y a doce meses se situaban en el 1,11%, el 1,50%, el 1,66% y el 1,80%, respectivamente, es decir, 34, 26, 21 y 18 puntos básicos por debajo de los niveles observados el 5 de marzo. Esta caída fue más pronunciada en los tipos

Gráfico 9 Tipos de interés del mercado monetario

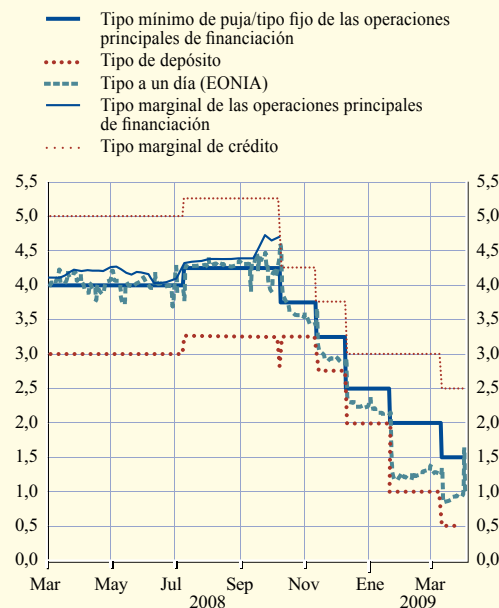
(en porcentaje; diferencial en puntos porcentuales; datos diarios)



Fuentes: BCE y Reuters.

Gráfico 10 Tipos de interés del BCE y tipo de interés a un día

(en porcentaje; datos diarios)



Fuentes: BCE y Reuters.

a más corto plazo, con el resultado de que el diferencial entre los tipos EURIBOR a doce meses y a un mes aumentó hasta 69 puntos básicos el 1 de abril, en comparación con 53 puntos básicos el 5 de marzo (véase gráfico 9).

Los tipos *swap* del EONIA también disminuyeron durante ese período, pero a un ritmo más moderado que los tipos EURIBOR. Esta caída refleja, en parte, el recorte de 50 puntos básicos de los tipos de interés oficiales del BCE anunciado el 5 de marzo y las expectativas de los mercados de nuevas reducciones en los próximos meses. En consecuencia, el diferencial entre el EURIBOR sin garantías y el índice del EONIA *swap* cayó hasta situarse en niveles similares a los observados a mediados de septiembre del 2008, antes del pico registrado a mediados de octubre que siguió a la quiebra de Lehman Brothers. Entre el 5 de marzo y el 1 de abril, el diferencial entre el EURIBOR a tres meses y el índice del EONIA *swap* al mismo plazo se redujo de 100 puntos básicos a 81 puntos básicos.

El 1 de abril, los tipos de interés implícitos en los precios de los futuros del EURIBOR a tres meses con vencimiento en junio, septiembre y diciembre del 2009 se situaban en el 1,230%, el 1,245% y el 1,425%, respectivamente, lo que constituye una disminución de 24, 23 y 18 puntos básicos en comparación con los niveles del 5 de marzo. El moderado descenso de los tipos de interés implícitos en los futuros del EURIBOR a tres meses refleja, en parte, la revisión a la baja de las expectativas en relación con la evolución futura de los tipos de interés oficiales del BCE, así como nuevas reducciones del diferencial previsto entre los tipos con garantías y sin garantías.

El 5 de marzo, el Consejo de Gobierno decidió recortar 50 puntos básicos los tipos de interés oficiales del BCE, con lo que el tipo de interés de las operaciones principales de financiación del Eurosistema se

redujo hasta el 1,5% y los tipos de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito hasta el 2,5% y el 0,5%, respectivamente.

Durante el período de mantenimiento que finalizó el 10 de marzo, el EONIA permaneció en niveles considerablemente inferiores al tipo de interés de las operaciones principales de financiación (situándose entre 63 y 77 puntos básicos por debajo de dicho tipo), debido a la provisión de abundantes volúmenes de liquidez en el contexto de la política de adjudicación plena a tipo de interés fijo, unido al hecho de que la amplitud de la banda establecida por los tipos de interés de las facilidades permanentes se había vuelto a situar en 200 puntos básicos. El diferencial medio entre el tipo principal de financiación y el EONIA fue de 72 puntos básicos durante ese período de mantenimiento. En el siguiente período, que comenzó el 11 de marzo, el EONIA cayó hasta el 0,85%, como consecuencia del recorte de 50 puntos básicos de los tipos de interés oficiales del BCE el 5 de marzo. No obstante, el 11 de marzo, el diferencial entre el EONIA y el tipo principal de financiación era 10 puntos básicos inferior al registrado al principio del período de mantenimiento anterior, y volvió a descender hacia finales de mes. El 31 de marzo, el EONIA aumentó hasta el 1,64%, 14 puntos básicos por encima del tipo principal de financiación, como consecuencia de las fuertes presiones de fin de trimestre. Sin embargo, el 1 de abril, el EONIA retrocedió hasta el nivel del 30 de marzo y se situó en el 0,96%.

Como consecuencia de la política actual de gestión de la liquidez del Eurosistema, el volumen de liquidez proporcionado al mercado estuvo determinado únicamente por las pujas presentadas por las entidades en las subastas. En las cuatro operaciones principales de financiación efectuadas los días 3, 17, 24 y 31 de marzo, las entidades presentaron pujas por importe de 150,6 mm de euros, 111,1 mm de euros, 62,5 mm de euros y 89,4 mm de euros por encima de las respectivas adjudicaciones de referencia. No obstante, en la operación realizada el 10 de marzo, las contrapartidas presentaron pujas por importe de 67,7 mm de euros por debajo de la adjudicación de referencia. Por tanto, las entidades de contrapartida obtuvieron más liquidez de la necesaria para cumplir las exigencias de reservas.

El recurso a la facilidad de depósito continuó disminuyendo en los dos períodos de mantenimiento que comenzaron el 11 de febrero y el 11 de marzo, aunque se mantuvo relativamente elevado. Como consecuencia de la situación de liquidez holgada y de un uso limitado de las operaciones de ajuste, el recurso medio diario a esta facilidad continuó siendo considerable, en torno a 54,5 mm de euros entre el 11 de marzo y el 1 de abril. No obstante, este importe fue inferior a la media de 95,5 mm de euros observada en el período de mantenimiento anterior. Aunque puede ser demasiado pronto para extraer conclusiones firmes, esta caída podría apuntar a una normalización progresiva de las condiciones en el mercado monetario, que también es patente en el hecho de que los volúmenes de fondos solicitados en las operaciones principales de financiación fueron inferiores a los de períodos de mantenimiento recientes. De igual modo, el recurso medio diario a la facilidad marginal de crédito se redujo, de 1,6 mm de euros en el período de mantenimiento precedente a alrededor de 1,1 mm de euros entre el 11 de marzo y el 1 de abril.

El Eurosistema realizó una operación de ajuste el 10 de marzo, último día del período de mantenimiento anterior, en la que absorbió 110,8 mm de euros aplicando un procedimiento de subasta a tipo de interés variable, con un tipo de interés máximo del 2%, un tipo marginal del 1,8% y un tipo medio ponderado del 1,52%.

En la operación de financiación a plazo más largo complementaria del 25 de marzo (con adjudicación plena, un tipo de interés fijo del 1,5% y vencimiento a tres meses), el importe adjudicado ascendió a 28,77 mm de euros. En las operaciones de financiación a plazo más largo con diversos plazos de veni-

miento realizadas los días 10 y 11 de marzo a un tipo fijo del 1,5%, el BCE adjudicó un total de 161,23 mm de euros, superando los 133,90 mm de euros adjudicados en las operaciones equivalentes del período de mantenimiento anterior.

Además, haciendo uso de los acuerdos recíprocos de divisas (líneas *swap*) con la Reserva Federal, el Eurosistema continuó proporcionando financiación en dólares estadounidenses, respaldada por activos de garantía admitidos por el Eurosistema, en el período que comenzó el 11 de marzo, en operaciones con vencimiento a una semana realizadas los días 11, 18 y 25 de marzo y el 1 de abril, una operación con vencimiento a un mes el 10 de marzo, y otra con vencimiento a tres meses el 24 de marzo. El BCE también continuó proporcionando a las entidades de contrapartida del Eurosistema financiación en dólares estadounidenses y en francos suizos a cambio de euros a través de operaciones de *swaps* de divisas.

2.4 MERCADOS DE RENTA FIJA

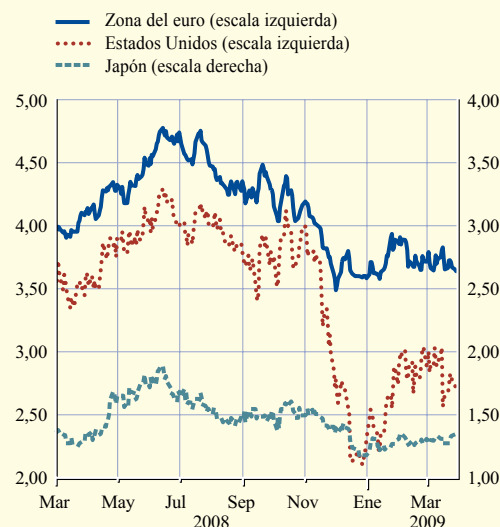
En marzo del 2009, el rendimiento de la deuda pública a largo plazo descendió en la zona del euro y en Estados Unidos. El descenso fue particularmente acusado en Estados Unidos, tras el anuncio realizado en marzo por el Comité de Operaciones de Mercado Abierto de la Reserva Federal. En la zona del euro, el rendimiento real de la deuda pública a largo plazo disminuyó, mientras que las tasas de inflación implícitas a largo plazo se elevaron, con respecto a los reducidos niveles de finales de febrero. La volatilidad implícita de los mercados de renta fija decreció en mayor medida en Estados Unidos que en la zona del euro, aunque se mantuvo en niveles elevados a ambos lados del Atlántico.

En comparación con finales de febrero, el rendimiento de la deuda pública se redujo en 10 puntos básicos en la zona del euro y en 35 puntos básicos en Estados Unidos. El 1 de abril, el rendimiento de la deuda pública a diez años se situó en el 3,6% en la zona del euro y en el 2,7% en Estados Unidos (véase gráfico 11). En consecuencia, el diferencial entre el rendimiento nominal de la deuda pública a diez años en Estados Unidos y en la zona del euro se amplió hasta situarse en torno a -95 puntos básicos al final del período considerado. En Japón, el rendimiento de la deuda pública a diez años aumentó ligeramente, situándose en el 1,4% el 1 de abril. La volatilidad implícita de los mercados de renta fija disminuyó de forma más pronunciada en Estados Unidos que en la zona del euro y, aunque se mantuvo en niveles elevados a ambos lados del Atlántico, permaneció muy por debajo de los máximos alcanzados en febrero.

En Estados Unidos, tras mantenerse relativamente estable hasta mediados de marzo, el rendimiento de los bonos a largo plazo experimentó un descenso de unos 50 puntos básicos de un día para otro el 18 de marzo, después del anuncio realizado por el Comité de Operaciones de Mercado Abierto de la Reserva

Gráfico 11 Rendimiento de la deuda pública a largo plazo

(en porcentaje; datos diarios)



Fuentes: Bloomberg y Reuters.

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

Gráfico 12 Rendimiento de los bonos de cupón cero indicados con la inflación en la zona del euro

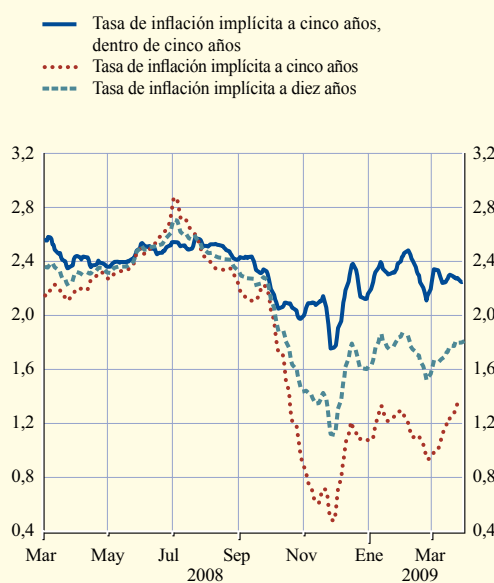
(en porcentaje; medias móviles de cinco días de datos diarios; datos desestacionalizados)



Fuentes: Reuters y cálculos del BCE.

Gráfico 13 Tasas de inflación implícitas de cupón cero de la zona del euro

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



Fuentes: Reuters y cálculos del BCE.

Federal, y sólo ha aumentado de forma moderada desde entonces. El Comité de Operaciones de Mercado Abierto de la Reserva Federal anunció que tenía la intención de mantener el tipo de interés de los fondos federales entre cero y el 0,25% durante un prolongado período de tiempo y que compraría títulos a largo plazo del Tesoro por valor de hasta 300 mm de dólares en los próximos seis meses. Además, tras el anuncio del citado Comité, la volatilidad de los mercados de renta fija estadounidenses disminuyó notablemente con respecto a los niveles de la primera mitad de marzo.

En la zona del euro, el rendimiento de la deuda pública a largo plazo no reflejó ningún efecto significativo de contagio de la evolución de los bonos estadounidenses y se mantuvo, con ligeras fluctuaciones, en torno a los niveles de finales de febrero, registrando en conjunto un descenso de 10 puntos básicos al final del período examinado. El recorte de 50 puntos básicos de los tipos de interés oficiales del BCE realizado el 5 de marzo había sido ampliamente anticipado y fue seguido de un ligero descenso del rendimiento de la deuda pública a largo plazo. Los diferenciales de rendimiento entre la deuda pública a diez años de la mayor parte de los países de la zona del euro y la de Alemania se estrecharon, aunque los diferenciales de deuda soberana dentro de la zona del euro siguieron siendo elevados. Ello parece ser reflejo, principalmente, de la mayor aversión al riesgo que se observa entre los inversores en renta fija, unida a una situación de escasez inusual de liquidez en algunos mercados de deuda soberana y a la preocupación respecto a la carga fiscal de los planes de rescate.

En marzo, el rendimiento de los bonos a largo plazo indicados con la inflación de la zona del euro disminuyó visiblemente. El rendimiento real *spot* a cinco y diez años descendió unos 45 y 30 puntos básicos, respectivamente, hasta el 1,3% y el 1,8%. En conjunto, esta evolución parece revelar un nuevo deterioro de la percepción de los inversores acerca de las perspectivas macroeconómicas.

Unido a la relativa estabilidad del rendimiento nominal de la deuda pública a largo plazo, ello originó un acusado aumento de las tasas de inflación implícitas *spot* a cinco y diez años, que se elevaron unos 45 y 20 puntos básicos, respectivamente, hasta situarse en el 1,4% y el 1,8% el 1 de abril. Al mismo tiempo, las tasas de inflación implícitas *forward* a cinco años dentro de cinco años (que miden las expectativas de inflación a largo plazo y las correspondientes primas de riesgo) permanecieron en general estables en el 2,3%. La brecha entre las tasas de inflación implícitas obtenidas de los bonos y las obtenidas de los *swaps* fluctuó de forma significativa en el transcurso del mes de marzo, lo que sugiere que las expectativas de inflación y las correspondientes primas de riesgo obtenidas de estos instrumentos de renta fija han de interpretarse todavía con cautela.

La evolución de la estructura temporal de los tipos *forward* de la zona del euro muestra cómo el comportamiento general del rendimiento de la deuda pública a largo plazo de la zona puede descomponerse entre las variaciones de las expectativas de tipos de interés (y de las correspondientes primas de riesgo) en distintos horizontes temporales (véase gráfico 14). El ligero descenso del rendimiento de la deuda pública a largo plazo con respecto a finales de febrero es resultado de una revisión a la baja (en 15 a 20 puntos básicos) de las expectativas de tipos de interés a corto plazo en horizontes de hasta seis meses, unida a reducciones menos significativas de las expectativas de tipos de interés a largo plazo.

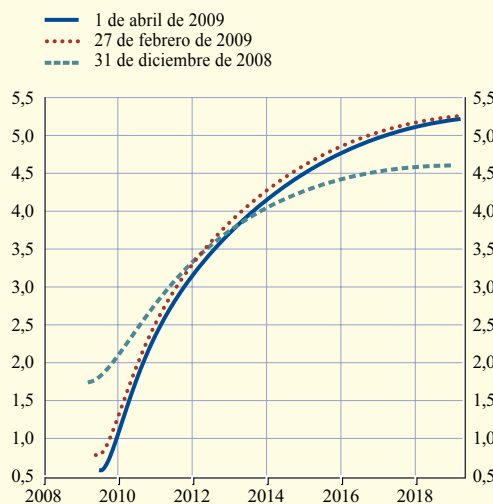
En general, en el sector no financiero los diferenciales de renta fija privada se mantuvieron prácticamente sin cambios en relación con los niveles de finales de febrero. En el sector financiero, los diferenciales de renta fija disminuyeron de forma apreciable para los bonos con calificación crediticia más alta y volvieron a aumentar para los bonos con calificación más baja. En general, los actuales niveles de los diferenciales parecen reflejar la persistente inquietud de los inversores respecto a la solvencia de las entidades en ambos sectores.

2.5 TIPOS DE INTERÉS APLICADOS A LOS PRÉSTAMOS Y A LOS DEPÓSITOS

En enero del 2009, casi todos los tipos de interés a corto plazo y a largo plazo aplicados por las IFM a los nuevos préstamos a hogares y a sociedades no financieras se situaron en niveles considerablemente inferiores a los registrados el mes anterior, confirmando con ello la tendencia a la baja que comenzó en noviembre del 2008. De igual modo, la mayor parte de los tipos de interés aplicados por las IFM a los nuevos depósitos se redujeron en enero del 2009, debido a la reacción ante la disminución de los tipos de interés del mercado monetario y del rendimiento de la deuda pública a medio plazo.

Gráfico 14 Tipos de interés *forward* implícitos a un día en la zona del euro

(en porcentaje; datos diarios)

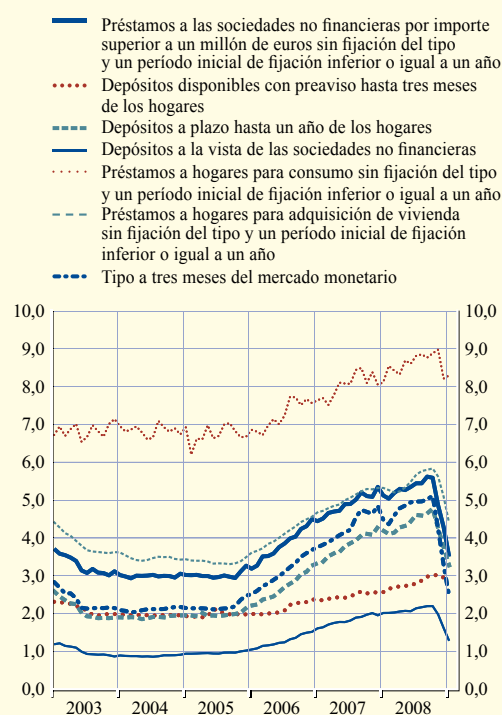


Fuentes: BCE, EuroMTS (datos) y Fitch Rating (calificaciones crediticias).

Nota: La curva de tipos *forward* que se obtiene a partir de la estructura temporal de los tipos de interés de mercado refleja las expectativas del mercado sobre los niveles de los tipos de interés a corto plazo en el futuro. El método utilizado para calcular las curvas de tipos *forward* se explica en la sección «Euro area yield curve», del sitio web del BCE. Los datos utilizados para la estimación son los rendimientos de la deuda pública de la zona del euro con calificación crediticia AAA.

Gráfico 15 Tipos de interés a corto plazo aplicados por las IFM y tipo de mercado a corto plazo

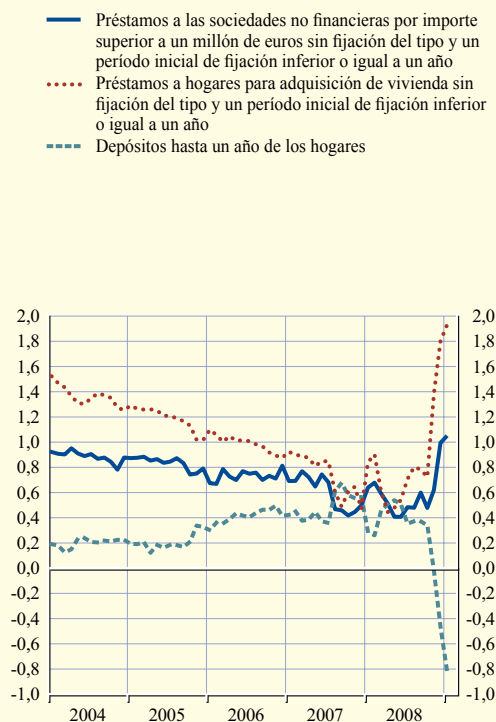
(en porcentaje; tipos de interés de las nuevas operaciones)



Fuente: BCE.

Gráfico 16 Diferenciales entre los tipos de interés a corto plazo aplicados por las IFM y el tipo a tres meses del mercado monetario

(en puntos porcentuales; tipos de interés de las nuevas operaciones)



Fuente: BCE.

Nota: Los diferenciales de los préstamos se calculan como el tipo de interés de los préstamos y créditos menos el tipo a tres meses del mercado monetario y los de los depósitos se calculan como el tipo a tres meses del mercado monetario menos el tipo de interés de los depósitos.

En enero del 2009, casi todos los tipos de interés a corto plazo aplicados por las IFM a los nuevos préstamos a hogares y a sociedades no financieras, con la excepción de los aplicados al crédito al consumo, experimentaron un descenso considerable (véase gráfico 15). Al mismo tiempo, los tipos de interés aplicados por las IFM a los depósitos a corto plazo (esto es, depósitos a plazo hasta un año) de las sociedades no financieras y de los hogares también se redujeron. Es muy probable que esta evolución estuviera impulsada por las pronunciadas caídas de los tipos de interés de mercado con períodos similares de fijación del tipo. Como consecuencia de las reducciones de los tipos de interés oficiales del BCE y de un leve alivio de las tensiones en los mercados monetarios, el EURIBOR a tres meses disminuyó acusadamente en enero del 2009. Esto se tradujo en una ligera ampliación de los diferenciales entre los tipos de interés a corto plazo aplicados por las IFM a los préstamos y los tipos del mercado monetario a corto plazo, mientras que el diferencial entre los tipos de interés del mercado monetario y los tipos a corto plazo de los depósitos de las IFM se tornó negativo ese mes (véase gráfico 16). Estos movimientos indican que los recortes de los tipos de interés oficiales han empezado a repercutir en los tipos de interés bancarios. Entre septiembre del 2008 y enero del 2009, los tipos de interés aplicados por las IFM a los préstamos por cuantía reducida y a los préstamos por importes elevados se redujeron 160 y 211 puntos básicos, respectivamente, mientras que el EURIBOR a tres meses disminuyó 256 puntos básicos durante ese período.

Los tipos de interés a más largo plazo aplicados por las IFM experimentaron una evolución similar. En consecuencia, todos los tipos de interés aplicados por este sector a los préstamos con período inicial de fijación del tipo de más de dos años disminuyeron en enero del 2009 (véase gráfico 17). Estos descensos fueron especialmente pronunciados en el caso de los tipos de interés aplicados a los préstamos a medio plazo a las sociedades no financieras, mientras que las reducciones de los tipos aplicados a los préstamos a largo plazo otorgados a los hogares fueron algo más moderadas. Es muy probable que esta evolución se deba al hecho de que las entidades de crédito acaban de empezar a ajustarse a los considerables descensos de los tipos de mercado registrados desde septiembre del 2008. Por ejemplo, entre septiembre del 2008 y enero del 2009, el tipo *swap* a cinco años de la zona del euro se redujo alrededor de 160 puntos básicos. En este contexto, las disminuciones observadas, en general, en los tipos de interés aplicados por las IFM a los préstamos entre septiembre del 2008 y enero del 2009 fueron más moderadas, posiblemente como consecuencia de la inercia habitual en el ajuste de los tipos de interés aplicados por las entidades a su clientela y del aumento de las primas de riesgo asociado a la preocupación acerca de la situación patrimonial de los prestatarios. Al mismo tiempo, los tipos de interés aplicados por las IFM a los depósitos a largo plazo de los hogares también se redujeron en enero del 2009.

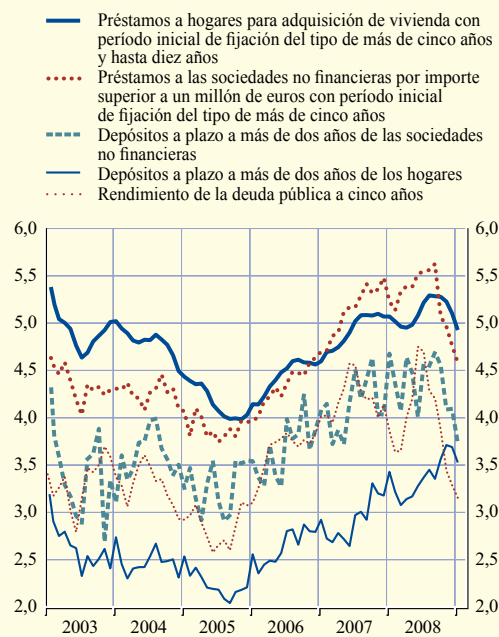
En cuanto a la evolución del diferencial entre los tipos de interés de los préstamos y de los depósitos, que representa una medida de la capacidad de las entidades de crédito de la zona del euro para generar ingresos por intereses, el diferencial se redujo, tanto en el caso del basado en los saldos vivos como del basado en las nuevas operaciones. Los datos más recientes disponibles sobre el margen basado en los tipos de interés de las nuevas operaciones correspondiente a enero del 2009 muestran la continuación de la disminución que comenzó en octubre del 2008, debido al acusado descenso de los tipos de interés aplicados por las IFM a las nuevas operaciones de préstamos. El diferencial basado en los tipos de interés de los saldos vivos de préstamos y de depósitos también se redujo en enero del 2009, pero en menor medida, como consecuencia de los descensos menos pronunciados de los tipos de interés de los saldos vivos de depósitos de las IFM.

2.6 MERCADOS DE RENTA VARIABLE

Entre finales de febrero y el 1 de abril, las cotizaciones bursátiles de la zona del euro y de Estados Unidos aumentaron un 5% y un 10%, respectivamente, tras el anuncio por el Tesoro de Estados Unidos de un programa de inversiones públicas y privadas, que los inversores acogieron favorablemente. El descenso de los tipos de interés reales influyó también positivamente en los precios de las acciones a ambos lados

Gráfico 17 Tipos de interés a largo plazo aplicados por las IFM y tipo de mercado a largo plazo

(en porcentaje; tipos de interés de las nuevas operaciones)



Fuente: BCE.

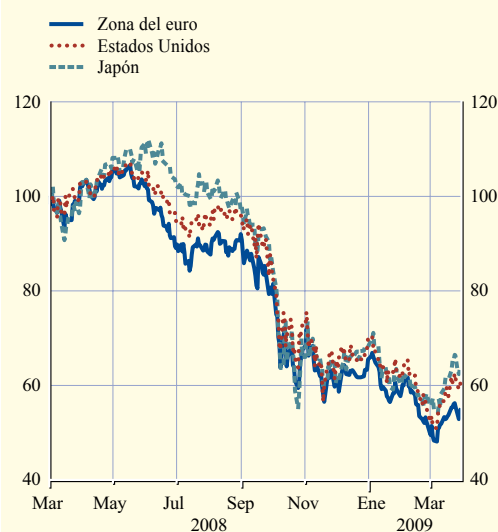
del Atlántico. Sin embargo, los beneficios de las sociedades cotizadas volvieron a bajar de forma significativa. La volatilidad de los mercados de renta variable se mantuvo en niveles muy elevados, reflejo de la incertidumbre respecto a la profundidad y duración de la recesión en las dos áreas económicas.

Entre finales de febrero y el 1 de abril, los precios de las acciones subieron notablemente en los mercados internacionales. Las cotizaciones bursátiles de la zona del euro, medidas por el índice Dow Jones EURO STOXX, ganaron un 5%, mientras que las de Estados Unidos, medidas por el índice Standard & Poor's 500, y las de Japón, medidas por el índice Nikkei 225, subieron un 10%, en ambos casos (véase gráfico 18). En general, la incertidumbre a corto plazo de los mercados de renta variable, medida por la volatilidad implícita obtenida de las opciones sobre acciones, se redujo moderadamente, y seguía siendo alta en términos históricos al final del período analizado, aunque se situaba en niveles muy inferiores a los máximos alcanzados en el otoño del 2008 (véase gráfico 19). Asimismo, la volatilidad esperada de los valores a dos años incluidos en el índice Dow Jones EURO STOXX 50 sólo disminuyó ligeramente, lo que apunta a la persistencia de una incertidumbre bastante elevada entre los inversores respecto a la evolución de los mercados de renta variable, incluso a medio plazo.

En el período examinado, la mayor subida de los precios de las acciones se registró en el sector bancario, en el que el correspondiente índice bursátil se elevó un 17% en la zona del euro y un 23% en Estados Unidos. Este aumento fue reflejo, principalmente, de señales positivas de beneficios emitidas por algunos bancos estadounidenses a mediados de marzo y del anuncio por el Tesoro de Estados Unidos de un programa de inversiones públicas y privadas encaminado a ayudar a las instituciones financieras estadounidenses

Gráfico 18 Índices bursátiles

(índice: 1 de marzo de 2008 = 100; datos diarios)

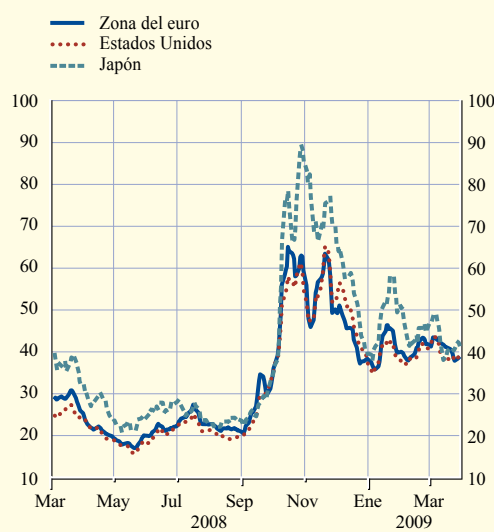


Fuentes: Reuters y Thomson Financial Datastream.

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

Gráfico 19 Volatilidad implícita de los mercados de renta variable

(en porcentaje; media móvil de cinco días de datos diarios)



Fuente: Bloomberg.

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

a limpiar sus balances de préstamos y títulos heredados. Asimismo, el recorte de los tipos de interés reales de Estados Unidos habrá contribuido muy probablemente a la subida de los precios de las acciones.

En la zona del euro, las cotizaciones bursátiles subieron también considerablemente a raíz de las citadas noticias, aunque en menor medida que en Estados Unidos. Por sectores, mientras que los precios de las acciones registraron una fuerte subida en el sector bancario de la zona, las cotizaciones de las sociedades no financieras cotizadas experimentaron un aumento menos pronunciado, que se cifró en un 2%. El descenso de los tipos de interés reales propició una evolución favorable de los precios de las acciones y las primas de riesgo exigidas por los inversores se mantuvieron en niveles elevados, ejerciendo un efecto moderador sobre las cotizaciones. Estos datos concuerdan con los resultados de marzo de la encuesta de Merrill Lynch a los gestores de fondos, que reveló una tolerancia todavía menor a los riesgos derivados de la renta variable.

En general, la evolución de los beneficios efectivos y esperados presentó una imagen negativa de la rentabilidad de las sociedades cotizadas de la zona del euro. La tasa de crecimiento interanual de los beneficios efectivos por acción de las empresas incluidas en el índice Dow Jones EURO STOXX descendió al -31% en marzo, desde el -27% de febrero. La tasa de crecimiento interanual de los beneficios esperados por acción para los próximos doce meses se tornó negativa, situándose en el -2% en marzo, frente al +2% de febrero.

La evolución de los beneficios en marzo volvió a diferir notablemente entre los distintos sectores. Mientras que la tasa de crecimiento interanual de los beneficios por acción del sector no financiero se situó en el -23%, la de las sociedades cotizadas del sector financiero registró una caída de más del 60%. En este contexto, los analistas esperan que los beneficios por acción del sector financiero repunten en torno a un 32% a lo largo del año próximo, y que los del sector no financiero desciendan un 11%.

Recuadro 3

INTEGRACIÓN FINANCIERA EN EUROPA: PRINCIPALES CONCLUSIONES DEL INFORME DEL 2009

A principios de abril del 2009 se publicó la tercera edición del informe del BCE sobre integración financiera en Europa¹. El principal objetivo de este informe es contribuir al avance de la integración financiera europea. Además, el informe tiene por objeto dar a conocer a la opinión pública el papel desempeñado por el Eurosistema en la consecución de este objetivo de la Unión Europea. El informe proporciona una valoración del estado de la integración financiera en Europa basada en un conjunto de indicadores estadísticos. Por otra parte, incluye una serie de secciones especiales con análisis exhaustivos de aspectos relevantes relacionados con el proceso de integración financiera y ofrece una descripción general de las principales actividades llevadas a cabo por el Eurosistema el año pasado para fomentar este proceso.

En este recuadro se resumen las principales conclusiones del informe de este año, que se ha centrado principalmente en el impacto de la reciente crisis financiera sobre el proceso de integración financiera, y se analizan dos cuestiones específicas adicionales: el papel de los inversores institucionales a la hora de potenciar la integración financiera de la zona del euro y la importancia de las pequeñas y medianas empresas y de las empresas innovadoras de reciente creación para la economía europea.

¹ *Financial integration in Europe*, BCE, abril 2009.

La evidencia preliminar disponible sugiere que la crisis financiera ha influido de diversas maneras en la integración financiera de la zona del euro. El informe incluye información estadística y análisis que ilustran el impacto de la crisis financiera sobre algunos segmentos clave del sistema financiero de la zona del euro. El informe de este año también se ocupa de aspectos del desarrollo financiero. La integración y el desarrollo financieros suelen complementarse y reforzarse mutuamente, ya que la integración contribuye a que la innovación financiera traspase fronteras y el desarrollo financiero, a su vez, ayuda a superar fricciones en los mercados financieros y a suprimir barreras transfronterizas que impiden una integración plena. No obstante, la experiencia adquirida en la actual crisis también ha puesto de manifiesto que algunas innovaciones financieras (por ejemplo, la realización de determinados tipos de operaciones de titulización mediante la creación de importantes estructuras fuera de balance) pueden ponerse en práctica de modo que reduzcan la transparencia y conduzcan a una asunción de riesgos excesivos, en detrimento, en última instancia, de la integración financiera. Es necesaria cierta cautela al extraer conclusiones definitivas, dado que la crisis todavía sigue desarrollándose. Sin embargo, es obvio que aunque se están adoptando medidas tanto a escala nacional como internacional con el fin de que el sector financiero vuelva a funcionar correctamente, será necesario mantener una actitud vigilante para asegurar que la integración de los mercados financieros en Europa sigue su curso y que se realizan nuevos progresos en este ámbito. El Eurosistema está siguiendo muy atentamente la evolución del mercado y se ha mostrado particularmente activo para garantizar un suministro continuado de liquidez al sector bancario y para contribuir al funcionamiento adecuado de los mercados monetarios.

El impacto de la crisis financiera sobre la integración financiera de la zona del euro

La principal cuestión que se analiza en el informe es si la actual crisis financiera mundial que comenzó a mediados del 2007 ha conducido, o podría conducir, y hasta qué punto, a un repliegue de los mercados financieros dentro de las fronteras nacionales y, de este modo, a cierta reversión del proceso de integración financiera europea. La evidencia que se presenta en el informe indica que la crisis financiera ha afectado considerablemente a la integración de los mercados monetarios y de deuda pública, mientras que, hasta el momento, el grado de integración de otros segmentos de mercado (los de valores de renta fija privada, de renta variable y de productos bancarios al por menor) se ha visto menos o nada afectado.

Los indicadores habituales de integración, como las desviaciones típicas entre países de los tipos de interés del mercado monetario, o los diferenciales de deuda pública, se deterioraron visiblemente durante el 2008, deterioro que se agudizó claramente en los últimos meses del año. El punto hasta el que las distorsiones generalizadas en los mercados se han traducido en un repliegue dentro de las fronteras nacionales puede analizarse examinando las diferencias en el impacto de las perturbaciones sobre los mercados nacionales y transfronterizos. Una primera indicación al respecto puede obtenerse del informe titulado «Money Market Survey»², publicación de carácter anual del BCE, en el que se pone de manifiesto que la proporción del volumen medio diario de operaciones de préstamos sin garantías a entidades de contrapartida nacionales en el crédito total aumentó del 27,7% en el 2007 al 31,8% en el 2008 (segundo trimestre). Al mismo tiempo, el porcentaje de operaciones con otras contrapartidas de la zona del euro descendió desde el 51,2% en el 2007 hasta el 47,4% en el 2008 (segundo trimestre). Por tanto, se dispone de algunas indicaciones de que el mercado monetario sin garantías está algo menos integrado. Conclusiones similares se extraen si se considera la evolución de los tipos de interés del mercado monetario. En el gráfico A se compara la desviación típica de los tipos de interés del mercado monetario en la zona del euro con la

2 Euro Money Market Survey, BCE, septiembre 2008.

media de las desviaciones típicas del EURIBOR en cada país. Los indicadores muestran que la dispersión entre países fue superior a la dispersión nacional en la época de mayor intensidad de las perturbaciones financieras (el período comprendido entre septiembre y noviembre del 2008), pero también que la diferencia se redujo hacia finales de año, aunque siguió siendo notable³.

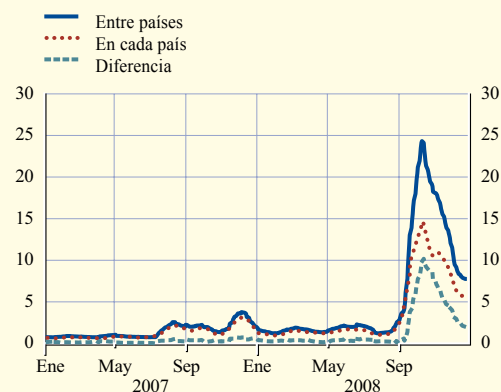
Al igual que los mercados monetarios, los mercados de deuda pública también han mostrado señales claras de tensiones durante las perturbaciones, pese a haberse beneficiado de desplazamientos de fondos hacia activos más seguros cuando los inversores trataron de reducir el riesgo. Cuando las perturbaciones se intensificaron en el otoño del 2008, se observó un aumento de la dispersión de los rendimientos entre países que, en parte, puede haber estado relacionado con las peores condiciones de liquidez en los mercados desde entonces, y también con la mayor incertidumbre y con los cambios en la valoración del riesgo y en las primas de riesgo. Si esta evolución se considera en términos de integración financiera, puede interpretarse de diversas maneras. Por un lado, puede apuntar a un aumento de la segmentación de los mercados y, por otro, este aumento es asimismo acorde con las explicaciones relacionadas con cambios en los fundamentos de los mercados, como la reevaluación del riesgo de crédito para reflejar la existencia de diferencias relativas en la solvencia de los emisores soberanos. En este sentido, el informe incluye un ejercicio econométrico simple para cuantificar los efectos sobre los diferenciales de deuda pública de los riesgos de crédito y de liquidez antes y después de que comenzaran las perturbaciones. Al aproximar el primero de estos riesgos con el diferencial de las primas de los seguros de riesgo de crédito (*credit default swaps*, CDS) a cinco años con respecto a las de Alemania, y el segundo con los diferenciales entre precios de compra y venta de los bonos soberanos a largo plazo, la evidencia disponible muestra que el riesgo de crédito continuó siendo elevado, al tiempo que, en algunos países, la preocupación en torno a la liquidez parece haber aumentado durante el período de turbulencias⁴. En particular, en el 2008 se observó una ampliación general de los diferenciales entre precios de compra y venta en comparación con el año anterior, lo que tiende a confirmar que durante las perturbaciones se produjeron problemas de liquidez (véase gráfico B). Aunque los diferenciales entre precios de compra y venta en Alemania fueron los que menos se modificaron, otros países se vieron considerablemente afectados.

Inversores institucionales e integración financiera

El informe incluye también un análisis de la importancia de los inversores institucionales en la zona del euro. Estos inversores —fondos de inversión, empresas de seguros y fondos de pensiones— son,

Gráfico A Desviación típica del EURIBOR a un mes

(puntos básicos)



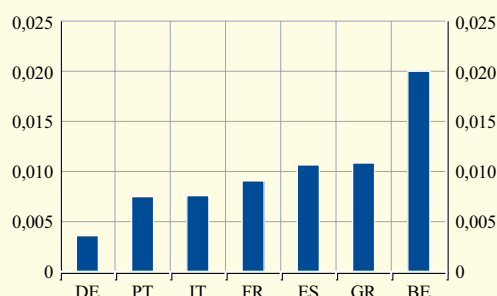
Fuente: Federación Bancaria Europea y cálculos del BCE.

3 Tanto los segmentos con garantías como los segmentos sin garantías (EURIBOR y EUREPO a un mes/a doce meses) presentan patrones similares. Además, existe evidencia, obtenida de datos disponibles de la plataforma electrónica italiana e-MID, de que es posible que las perturbaciones hayan reforzado el sistema de dos niveles del mercado monetario: el mercado interbancario transfronterizo está dominado por bancos de elevada calidad crediticia, que se pueden permitir aplicar tipos de interés más bajos entre sí, mientras que la actividad en los mercados nacionales está impulsada por bancos de menor tamaño que dependen de la provisión de liquidez de entidades de contrapartida activas a escala internacional.

4 Para más detalles, véase el cuadro 1 del informe, p. 38.

Gráfico B Variación del diferencial medio entre precios de compra y venta entre el 2007 y el 2008

(en porcentaje)

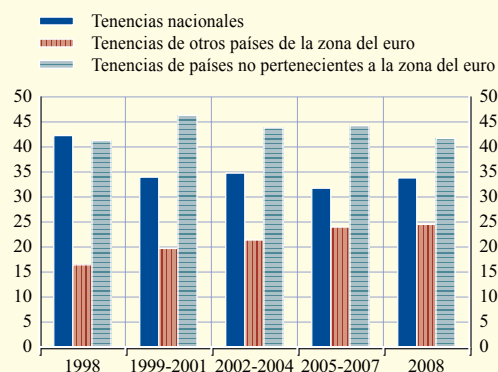


Fuentes: Reuters y BCE.

Notas: Media de diferenciales entre precios de compra y venta, datos diarios sobre bonos soberanos a largo plazo (precios de cierre, datos de las 18 h.) calculados en el 2007 y el 2008. Los datos de Francia correspondientes al año 2008 son relativamente limitados y deben interpretarse con cierta cautela.

Gráfico C Tenencias de valores de renta variable por parte de los fondos de inversión de la zona del euro

(en porcentaje de los activos totales; datos de fin de año o media del período)



Fuente: BCE.

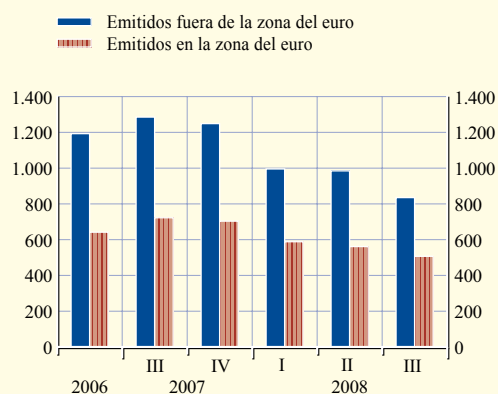
Nota: Los datos se refieren a las tenencias de «acciones y otras participaciones», que incluyen las participaciones en fondos de inversión.

junto con las entidades de crédito (que siguen siendo los principales intermediarios), destacados captadores de fondos de los hogares, y son también importantes accionistas de empresas y entidades de crédito. La creciente relevancia de los inversores institucionales ha contribuido sustancialmente a la integración de los mercados de valores, ya que estos inversores suelen estar bastante diversificados en los distintos países. La introducción del euro y otras políticas relacionadas con la creación del mercado único (como la reducción de las restricciones sobre las carteras de los fondos de pensiones) han ampliado el ámbito de inversión y han reducido el coste de invertir en otros países de la zona del euro para los inversores, tanto individuales como institucionales. De hecho, la evidencia presentada en el informe muestra que el cambio más reseñable desde 1998 en las carteras de los inversores institucionales de la zona del euro fue el significativo aumento de las tenencias de activos de otros países de la zona (véase gráfico C).

La crisis financiera actual está causando un impacto sobre estos avances. Los datos disponibles apuntan a una reducción considerable del valor total de los activos gestionados por los inversores institucionales —en particular por los fondos de inversión— en los últimos trimestres, lo que supone una disminución de la importancia relativa de estos inversores frente a las entidades de crédito como captadores de fondos de los hogares. Sin embargo, el gráfico D muestra que la caída más reseñable en la inversión en valores de renta variable desde el verano del 2007 está relacionada con acciones emitidas fuera de la zona

Gráfico D Tenencias de valores de renta variable por parte de los fondos de inversión de la zona del euro

(mm de euros)



Fuente: BCE.

Nota: Los datos se refieren a las tenencias de «acciones y otras participaciones», que incluyen las participaciones en fondos de inversión.

del euro. En comparación, la disminución de la inversión en acciones emitidas en otros países de la zona ha sido relativamente moderada.

Estos movimientos reflejan tanto efectos de valoración como retiradas de fondos por parte de los hogares cuando reestructuraron sus carteras ante la crisis financiera. A más largo plazo, es posible que los factores estructurales se reafirmen y que los inversores institucionales retomen su importante papel de contribuir a la integración financiera de la zona del euro.

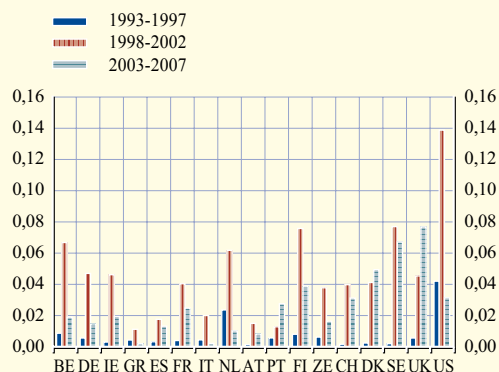
La financiación de las pequeñas y medianas empresas y de empresas innovadoras de reciente creación en Europa

Por último, el informe investiga las características financieras y las condiciones de financiación de dos categorías de sociedades no financieras de la zona del euro, las pequeñas y medianas empresas y las empresas innovadoras de reciente creación. Las primeras representan aproximadamente dos tercios del empleo en Europa, y su dependencia de la financiación bancaria las hace importantes para la ejecución de la política monetaria, mientras que las empresas innovadoras de reciente creación concentran gran parte de la innovación y el crecimiento europeos. El análisis que se realiza en el informe pone de relieve que los dos tipos de empresas tienden a tener que afrontar limitaciones financieras más severas que las grandes empresas, lo que puede causar un efecto adverso sobre su capacidad para invertir en capital y en investigación y desarrollo, dificultando con ello sus esfuerzos por innovar y sus perspectivas de crecimiento.

Además, el informe analiza la influencia del capital riesgo en la flexibilización de las limitaciones financieras en relación con los esfuerzos por innovar por parte de las empresas innovadoras de reciente creación y de pequeñas y medianas empresas. Aunque la importancia de la financiación respaldada por capital riesgo en las etapas iniciales ha aumentado en Europa en los últimos años, el sector de capital riesgo aún se encuentra en una fase rudimentaria de desarrollo en muchos países de la zona del euro, como se muestra en el gráfico E. El informe sostiene que las diferencias entre países se deben a restricciones en la aportación de capital riesgo, y que las políticas encaminadas a mejorar la estructura de los mercados de crédito y a estimular el sector de capital riesgo en Europa pueden ser valiosas iniciativas para facilitar el acceso a la financiación a las pequeñas y medianas empresas y a las empresas innovadoras de reciente creación.

Gráfico E Financiación mediante capital riesgo (inversión en las etapas iniciales)

(en porcentaje del PIB; por país de gestión)



Fuentes: European Private Equity and Venture Capital Association, PricewaterhouseCoopers y Eurostat.
Nota: ZE se refiere a la zona del euro.

3 PRECIOS Y COSTES

Según la estimación de Eurostat, la inflación interanual medida por el IAPC de la zona del euro volvió a disminuir, hasta el 0,6%, en marzo del 2009, desde el 1,2% de febrero. El descenso de la inflación observado desde el pasado verano refleja, principalmente, la fuerte caída de los precios internacionales de las materias primas registrada en este período. Además, están apareciendo crecientes señales de una reducción más generalizada de las presiones inflacionistas.

Los efectos de base derivados del pasado comportamiento de los precios de la energía desempeñarán un papel importante en la evolución a corto plazo del IAPC. En consecuencia, se espera que las tasas de inflación interanual sigan disminuyendo en los próximos meses, hasta alcanzar temporalmente niveles negativos a mediados de año, para volver a aumentar posteriormente. Los riesgos para estas perspectivas están, en general, equilibrados.

3.1 PRECIOS DE CONSUMO

Según la estimación de Eurostat, la inflación interanual medida por el IAPC de la zona del euro cayó al 0,6% en marzo del 2009, desde el 1,2% de febrero (véase cuadro 4). Aunque no se han publicado todavía las estimaciones oficiales del detalle del IAPC de marzo, los datos disponibles sugieren que los efectos de base de los componentes de energía, alimentos y servicios han tenido una incidencia a la baja.

El detalle del IAPC de febrero indica que, a excepción de los precios de los alimentos elaborados, la tasa de variación interanual de los precios de todos los principales componentes del IAPC ha aumentado o no ha experimentado cambios en ese mes (véase gráfico 20). La tasa de variación interanual de los precios de la energía, que se situó en el -4,9%, fue menos negativa en febrero que en el mes anterior, debido, en gran medida, al incremento intermensual de los precios de este componente, reflejo, a su vez, del aumento intermensual de los precios de la gasolina, que se vio ligeramente compensado por el descenso intermensual de los precios de otros dos subcomponentes energéticos, el gasóleo de calefacción y el gas. Cabe destacar que, en el caso del gas, este descenso se produjo tras 16 meses consecutivos de subidas de los precios y refleja los efectos retardados de la anterior caída de los precios del petróleo.

Cuadro 4 Evolución de los precios

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

	2007	2008	2008 Oct	2008 Nov	2008 Dic	2009 Ene	2009 Feb	2009 Mar
IAPC y sus componentes								
Índice general ¹⁾	2,1	3,3	3,2	2,1	1,6	1,1	1,2	0,6
Energía	2,6	10,3	9,6	0,7	-3,7	-5,3	-4,9	.
Alimentos no elaborados	3,0	3,5	3,4	2,8	2,8	2,6	3,3	.
Alimentos elaborados	2,8	6,1	5,1	4,2	3,5	2,7	2,0	.
Bienes industriales no energéticos	1,0	0,8	1,0	0,9	0,8	0,5	0,7	.
Servicios	2,5	2,6	2,6	2,6	2,6	2,4	2,4	.
Otros indicadores de precios								
Precios industriales	2,7	5,9	6,0	2,9	1,2	-0,6	.	.
Precios del petróleo (euro/barril)	52,8	65,9	55,2	43,1	32,1	34,3	34,6	36,5
Precios de las materias primas no energéticas	9,2	4,4	-7,4	-7,7	-17,1	-20,7	-24,5	.

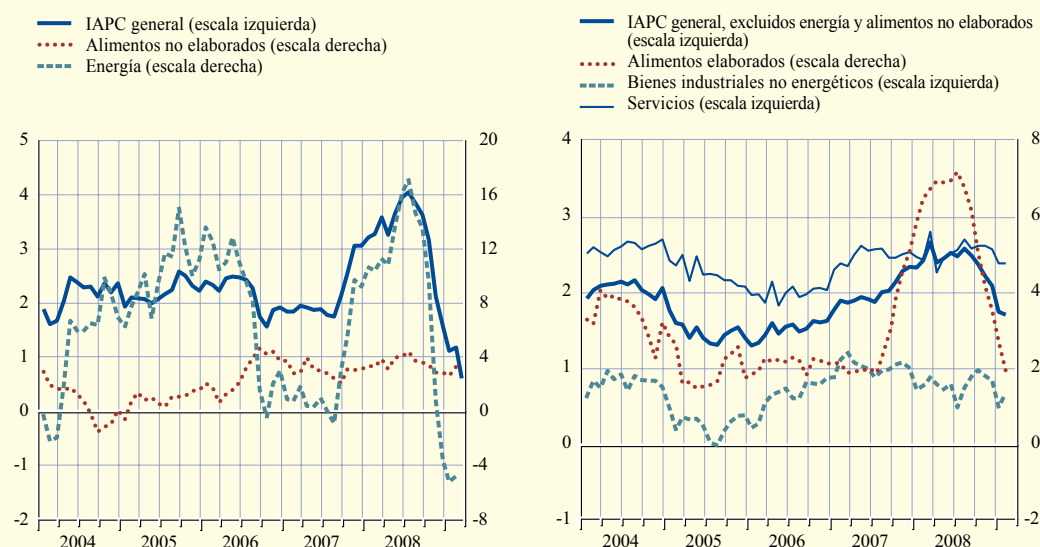
Fuentes: Eurostat, HWWI y cálculos del BCE basados en datos de Thomson Financial Datastream.

Nota: Los datos de los precios industriales se refieren a la zona del euro, incluida Eslovaquia.

1) La inflación medida por el IAPC de marzo del 2009 corresponde a una estimación preliminar de Eurostat.

Gráfico 20 Desagregación del IAPC por principales componentes

(tasas de variación interanual; datos mensuales)



Fuente: Eurostat.

La tasa de variación interanual de los precios de los alimentos no elaborados aumentó al 3,3% en febrero, desde el 2,6% de enero, como consecuencia del incremento de la tasa de variación interanual de los precios de las hortalizas, debido a factores estacionales. Manteniendo su trayectoria descendente, en febrero la tasa de variación interanual de los precios de los alimentos elaborados se redujo en 0,7 puntos porcentuales, hasta el 2%. Ello fue resultado de un nuevo acusado efecto de base derivado de las fuertes subidas registradas hace un año en los precios de los alimentos, especialmente en los del pan y los cereales, los productos lácteos, y el aceite y las grasas.

La inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos, que representan cerca del 30% de la cesta del IAPC, se elevó al 1,7% en febrero, desde el 1,6% del mes precedente, como consecuencia del repunte de la tasa de variación interanual de los precios de los bienes industriales no energéticos, hasta el 0,7%, desde el 0,5% de enero. Este repunte fue impulsado, principalmente, por los precios de los textiles que registraron en febrero del 2009 un aumento intermensual mayor que el que se había observado en el mismo mes de años anteriores, tras las fuertes rebajas de enero del 2009. Este ascenso fue contrarrestado, en parte, por el descenso de la tasa de variación interanual de los precios de los automóviles. Por el contrario, la tasa de variación interanual de los precios de los servicios se mantuvo estable en el 2,4% en febrero, con escasas variaciones de los subcomponentes. Las tasas de variación interanual de los precios del transporte aéreo de pasajeros y de la hostelería siguieron descendiendo, como resultado de la reducción de los efectos indirectos de la pasada evolución de los precios de las materias primas. Sin embargo, estos descensos se vieron compensados con los ligeros ascensos de los precios de otros subcomponentes.

3.2 PRECIOS INDUSTRIALES

Las presiones sobre los precios a lo largo de la cadena de suministro se han reducido en los últimos meses, tras haber alcanzado niveles muy elevados en el verano del año pasado. La tasa de variación interanual de

Gráfico 21 Desagregación de los precios industriales

(tasas de variación interanual; datos mensuales)

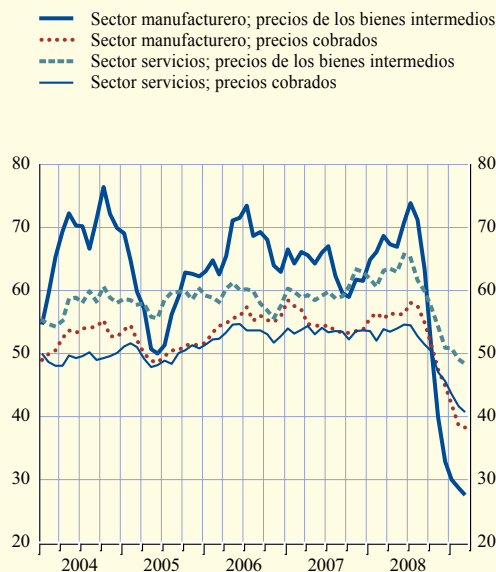


Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Nota: Los datos se refieren a la zona del euro, incluida Eslovaquia.

Gráfico 22 Encuestas sobre precios de los bienes intermedios y precios de producción

(índices de difusión; datos mensuales)



Fuente: Markit.

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

los precios industriales, excluida la construcción, cayó al $-0,6\%$ en enero del 2009, desde el $1,2\%$ de diciembre del 2008. Se trata de la primera cifra negativa de la inflación en los precios industriales observada desde julio del 2002. Los datos de precios industriales de enero del 2009 se publican con arreglo a una nueva clasificación, la NACE Revisión 2, y reflejan la actualización del año base, que cambia del 2000 al 2005. En el recuadro 4 se explican la nueva clasificación y las principales modificaciones derivadas del cambio de año base, que han afectado a algunos indicadores a corto plazo.

La disminución de la inflación en los precios industriales registrada en enero del 2009 fue reflejo del descenso de los precios de todos los componentes, pero especialmente de los de la energía y de los bienes intermedios, como consecuencia de la desaceleración del crecimiento de los precios de la energía y de las materias primas industriales. La tasa de variación interanual de los precios del componente energético cayó hasta el $-2,7\%$ en enero, desde el $0,1\%$ de diciembre, reflejo de un nuevo descenso intermensual y de un efecto de base. Si se excluyen la energía y la construcción, la inflación interanual en los precios industriales se mantuvo todavía en niveles ligeramente positivos, aunque se ha reducido considerablemente desde el máximo alcanzado en julio del 2008. La tasa de variación interanual de los precios de los bienes intermedios disminuyó al -1% en enero, debido a un efecto de base y a un nuevo descenso intermensual, y la tasa de variación interanual de los precios de los bienes de equipo se redujo al $1,9\%$. En las últimas fases de la cadena de producción, la tasa de variación interanual de los precios de los bienes de consumo bajó al $0,2\%$, como resultado, principalmente, del descenso de la tasa de variación interanual de los precios de los bienes de consumo no duradero, reflejo, a su vez, de la fuerte caída de los precios de los alimentos (véase gráfico 21).

La información más reciente procedente de las encuestas sobre fijación de precios por parte de las empresas sugiere que las presiones sobre los precios a lo largo de la cadena de suministro se han

mantenido en una senda moderada en los primeros meses del 2009 (véase gráfico 22). Según el último índice de directores de compras, todos los indicadores de precios volvieron a bajar en marzo, en relación con febrero, aunque en menor medida, debido a la estabilización de los precios de algunas materias primas.

Recuadro 4

CAMBIOS RECIENTES EN LOS INDICADORES A CORTO PLAZO

A partir del año 2009, los indicadores económicos incluidos en el Reglamento sobre estadísticas coyunturales¹ se elaborarán con arreglo a la nueva clasificación de actividades económicas «NACE² Revisión 2»³. Asimismo, el año base para estas estadísticas cambia del 2000 al 2005. En este recuadro se explica la actualización de la clasificación y las principales modificaciones resultantes del cambio de año base.

Actualización de la clasificación de actividades económicas

La clasificación de actividades económicas «NACE» constituye el marco estadístico obligatorio para una amplia gama de estadísticas europeas, que incluyen las cuentas nacionales, los indicadores a corto plazo y las estadísticas del mercado de trabajo⁴. La NACE está en total concordancia con la Clasificación Industrial Internacional Uniforme de todas las actividades económicas (CIIU).

Es necesario actualizar de vez en cuando las clasificaciones estadísticas, a fin de reflejar las nuevas actividades económicas y los nuevos productos. La última actualización importante de la NACE se llevó a cabo en 1990. La NACE Revisión 2 se aplicará de forma coordinada a todas las estadísticas relevantes y en todos los países de la UE en el período 2008-2011. Desde el inicio del período de referencia en enero del 2009 se aplica la nueva NACE a los indicadores a corto plazo mensuales de precios industriales, la producción (en manufacturas y construcción), el volumen de negocios del comercio al por menor y los nuevos pedidos industriales. Al mismo tiempo, se ha actualizado en la medida de lo posible la clasificación de los datos correspondientes a períodos anteriores. Las últimas estadísticas a las que se aplicará la nueva clasificación, en septiembre del 2011, serán las de las cuentas nacionales.

Las reglas básicas de clasificación (asignación de unidades estadísticas en base a la principal actividad generadora de valor añadido) no han variado. Sin embargo, se han creado 101 rúbricas adicionales que alcanzan el mayor grado de detalle posible en la clasificación, con objeto de incluir distintas formas de producción, así como las industrias emergentes. El mayor número de nuevas rúbricas se observa en los sectores de servicios, lo que refleja la importancia creciente de estos sectores y su contribución innovadora a las economías modernas. Por ejemplo, la sección de «Hostelería» de la

1 Reglamento (CE) del Consejo n° 1165/98, de 19 de mayo de 1998, sobre estadísticas coyunturales.

2 «NACE» corresponde a la denominación en francés «Nomenclature générale des Activités économiques dans les Communautés Européennes», la clasificación estadística de las actividades económicas de las Comunidades Europeas.

3 Para más información sobre la aplicación de la NACE Revisión 2, puede consultarse la dirección de Eurostat en Internet http://epp.eurostat.ec.europa.eu/portal/page?_pageid=3233,73049386&_dad=portal&_schema=PORTAL.

4 La NACE Revisión 2 y sus correspondientes disposiciones de aplicación a distintos aspectos estadísticos se definieron en el Reglamento (CE) n° 1893/2006 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 20 de diciembre de 2006, por el que se establece la nomenclatura estadística de actividades económicas NACE Revisión 2 y por el que se modifica el Reglamento (CEE) n° 3037/90 del Consejo y determinados Reglamentos de la CE sobre aspectos estadísticos específicos.

nueva NACE incorpora nuevas actividades, como los puestos de comida y la provisión de comidas preparadas para eventos. Para las manufacturas se han creado algunas rúbricas a nivel agregado, por ejemplo, la «Fabricación de productos informáticos, electrónicos y ópticos», que agrupa mejor las actividades de alta tecnología que la categoría anterior de «Fabricación de máquinas de oficinas y de ordenadores». Por otro lado, la «Reparación e instalación de maquinaria y equipo», que se incluía anteriormente en la fabricación del correspondiente tipo de equipo, constituye ahora una categoría separada de la NACE. La nueva sección de «Información y comunicaciones» agrupa las actividades de producción y distribución de la información, de tecnologías de la información y de proceso de datos, anteriormente clasificadas en varias categorías diferentes de industria manufacturera y servicios.

Los principales agregados industriales (conocidos como grandes sectores industriales), que figuran en la sección 5 del anejo estadístico del Boletín Mensual, se siguen publicando con el mismo nombre. Sin embargo, se actualizará la composición de algunos de estos agregados. Por ejemplo, la edición, anteriormente incluida en el agregado del sector de bienes de consumo no duradero, se clasifica ahora como servicio.

El año base de los indicadores a corto plazo se actualiza a 2005 = 100

La mayor parte de los indicadores a corto plazo se expresan como índices, en los que se utiliza un año base fijo para agregar datos más detallados. De acuerdo con las convenciones internacionales, estas ponderaciones deberían actualizarse al menos cada cinco años, en los años que terminan con un 0 o un 5. En consecuencia, el 2005 es el nuevo año base para toda la zona del euro y han variado las ponderaciones de los componentes de los precios industriales y de la producción industrial (tal y como se indica en el cuadro A).

Para los precios industriales, en los que la ponderación se basa en el volumen de negocios, la mayor ponderación de la energía (+7,1 puntos porcentuales) se compensa, principalmente, con la menor ponderación de los bienes de consumo (-4,7 puntos porcentuales) y de los bienes intermedios (-1,6 puntos porcentuales). Para la producción industrial, en la que la ponderación se basa en el valor añadido, en el 2005 la ponderación de los bienes de equipo (+2 puntos porcentuales) es la que tiene un mayor aumento a expensas de la de los bienes de consumo (-2,6 puntos porcentuales). El componente de energía se mantiene sin cambios en el 11%.

Cuadro A Ponderación de los indicadores económicos a corto plazo de la zona del euro en el 2005 y variación en relación con la ponderación registrada en el 2000

(en porcentaje; puntos porcentuales)				
	Precios industriales		Producción industrial	
	2005	Variación en relación con el 2000	2005	Variación en relación con el 2000
Total, excluida construcción	100,0	0,0	100,0	0,0
<i>Del cual:</i> Manufacturas	83,2	-6,2	89,9	-0,4
Bienes intermedios	30,0	-1,6	36,8	0,6
Bienes de equipo	20,3	-0,8	28,8	2,0
Bienes de consumo	24,9	-4,7	23,5	-2,6
<i>De los cuales:</i> Bienes de consumo duradero	3,0	-1,0	3,5	-0,9
Bienes de consumo no duradero	21,9	-3,7	20,0	-1,7
Energía	24,7	7,1	11,0	0,0

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.
Nota: Los datos son provisionales.

Cuadro B Revisiones de los indicadores económicos a corto plazo de la zona del euro tras la aplicación de la NACE Revisión 2 y el cambio de año base

(en puntos porcentuales)

	Precios industriales		Producción industrial	
	Revisión media	Intervalo de las revisiones	Revisión media	Intervalo de las revisiones
Total, excluida construcción	0,2	-0,2 a 0,4	-0,2	-0,9 a 0,5
<i>Del cual:</i> Manufacturas	-0,1	-0,4 a 0,2	-0,2	-1,5 a 0,8
Bienes intermedios	0,2	-0,3 a 0,6	0,1	-0,6 a 1,0
Bienes de equipo	-0,3	-0,8 a 0,2	-0,1	-1,8 a 1,0
Bienes de consumo	0,0	-0,4 a 0,4	-0,4	-1,8 a 1,1
<i>De los cuales:</i> Bienes de consumo duradero	-0,2	-0,7 a 0,2	-0,3	-2,2 a 2,3
Bienes de consumo no duradero	0,0	-0,4 a 0,5	-0,5	-1,8 a 1,3
Energía	0,8	-0,3 a 2,1	0,5	-1,0 a 1,7

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Nota: Los datos son provisionales. Las cifras se refieren a las revisiones de las tasas mensuales anualizadas en el período 2006-2008.

Los datos anteriores al 2006 se han revisado también, aunque es más probable que se vuelvan a revisar en los próximos meses.

Para el comercio al por menor y sus dos componentes principales (que no figuran en el cuadro), la ponderación de los productos alimenticios ha disminuido en -0,8 puntos porcentuales, hasta el 42,9%, mientras que la ponderación de los productos no alimenticios se sitúa ahora en el 57,1%. Para los dos componentes principales de la construcción (que tampoco figuran en el cuadro), la ponderación de la construcción de edificios se ha elevado considerablemente, en 12,1 puntos porcentuales, hasta el 77,9%, mientras que la ponderación de la ingeniería civil se sitúa ahora en el 22,1%.

Incidencia en los principales agregados de los indicadores

Las citadas modificaciones de la clasificación de la NACE y la actualización del año base han dado lugar a las revisiones de los indicadores que se señalan en el cuadro B. En general, el índice de precios industriales se ha revisado en menor medida que el índice de producción industrial. Además, como es habitual, las revisiones del total de la industria son ligeramente menores que las de algunos de los principales componentes. Las revisiones de las ventas al por menor (que no figuran en el cuadro) y de la producción industrial son de una magnitud similar, mientras que las revisiones del total de la construcción y de sus dos principales componentes (que tampoco figuran en el cuadro) son ligeramente mayores.

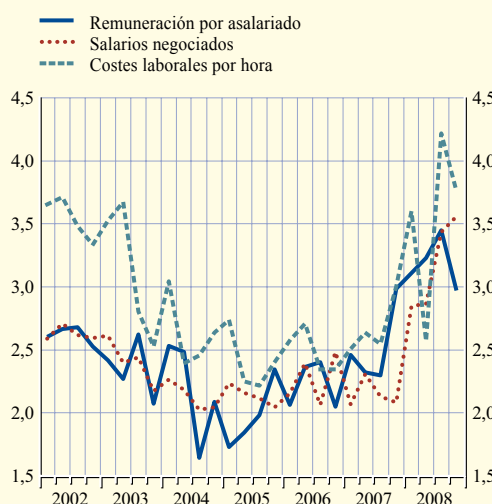
No pueden descartarse nuevas revisiones de las series temporales en los próximos meses, hasta la total aplicación de la NACE Revisión 2 a nivel nacional. En resumen, los beneficios derivados de la posibilidad de un análisis económico más perfeccionado y de disponer de unos indicadores a corto plazo más actualizados se obtienen a expensas de cierta incertidumbre temporal en cuanto a los resultados.

3.3 INDICADORES DE COSTES LABORALES

Los datos estadísticos disponibles indican que persistió el pronunciado crecimiento de los salarios negociados en el último trimestre del 2008, aunque muestran también que están apareciendo señales de reducción de las presiones salariales (véanse gráfico 23 y cuadro 5). La tasa de crecimiento interanual de los salarios negociados se elevó al 3,6% en el cuarto trimestre del año, desde el 3,4% del tercer trimestre. Sin embargo, la tasa correspondiente al cuarto trimestre estuvo determinada por unos pagos extraordinarios realizados en un país de gran tamaño de la zona del euro. Otros indicadores del crecimiento salarial registraron un descenso en el cuarto trimestre del año. La tasa de crecimiento interanual de los costes laborales por hora de la zona del euro disminuyó ligeramente, hasta el 3,8%, en el último trimestre del 2008. Si se tuviese en cuenta la caída de las horas trabajadas en el sector manufacturero como consecuencia del debilitamiento de la actividad económica, el crecimiento de los costes laborales por hora sería menor en el cuarto trimestre. Por sectores, se observa que la reducción de los costes laborales por hora fue más acusada en el sector servicios, como resultado, probablemente, del menor número de horas trabajadas, así como del mayor coste de los despidos, en el sector industrial y en el de la construcción (véase gráfico 24). La tasa de crecimiento interanual de la remuneración por asalariado cayó al 3% en el cuarto trimestre del 2008, desde el 3,5% del tercer trimestre. Unido al crecimiento relativamente más pronunciado de los salarios negociados, ello podría sugerir que las empresas están tomando medidas para reducir los costes laborales. Al mismo tiempo, la productividad por asalariado disminuyó un 1,3% en el último trimestre del 2008, con respecto al 0% del trimestre anterior. En consecuencia, el crecimiento de los costes laborales unitarios se aceleró notablemente, desde el 3,4% del tercer trimestre del 2008, hasta el 4,3% del cuarto trimestre, alcanzando la tasa de crecimiento más elevada registrada en más de una década.

Gráfico 23 Indicadores de costes laborales

(tasas de variación interanual; datos trimestrales)



Fuentes: Eurostat, datos nacionales y cálculos del BCE.
Nota: Los datos se refieren a la zona del euro, incluida Eslovaquia.

Cuadro 5 Indicadores de costes laborales

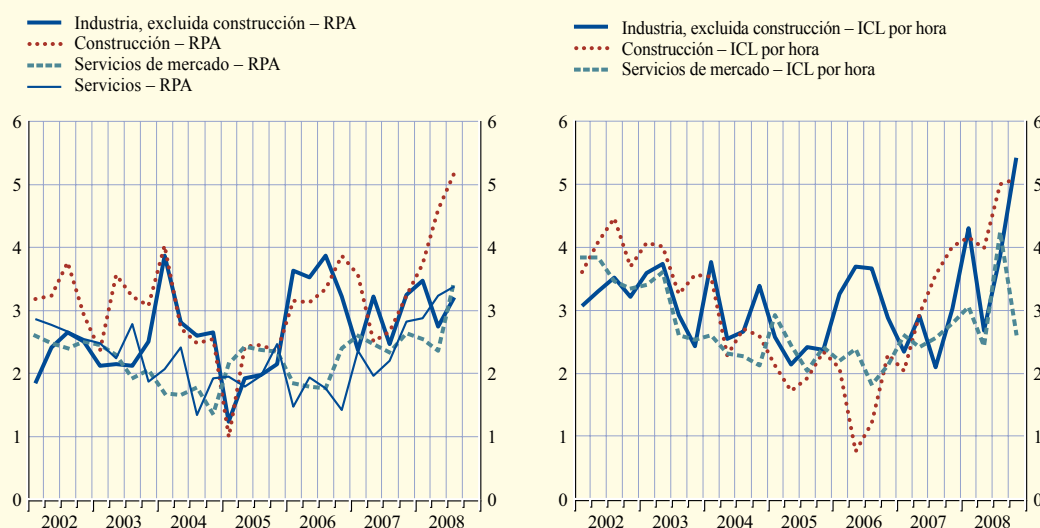
(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

	2007	2008	2007 IV	2008 I	2008 II	2008 III	2008 IV
Salarios negociados	2,1	3,2	2,1	2,8	2,9	3,4	3,6
Costes laborales totales por hora	2,7	3,5	3,0	3,5	2,6	4,2	3,8
Remuneración por asalariado	2,5	3,2	3,0	3,1	3,2	3,5	3,0
<i>Pro memoria:</i>							
Productividad del trabajo	0,8	0,0	0,4	0,6	0,3	0,0	-1,3
Costes laborales unitarios	1,7	3,2	2,5	2,5	2,9	3,4	4,3

Fuentes: Eurostat, datos nacionales y cálculos del BCE.

Gráfico 24 Evolución de los costes laborales por sectores

(tasas de variación interanual; datos trimestrales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: Los datos se refieren a la zona del euro, incluida Eslovaquia. RPA = remuneración por asalariado; ICL = índice de costes laborales.

3.4 PERSPECTIVAS DE INFLACIÓN

Según la estimación de Eurostat, la inflación interanual medida por el IAPC de la zona del euro volvió a disminuir, hasta el 0,6%, en marzo del 2009, desde el 1,2% de febrero. El descenso de la inflación observado desde el pasado verano refleja, principalmente, la fuerte caída de los precios internacionales de las materias primas registrada en este período. Además, están apareciendo crecientes señales de una reducción más generalizada de las presiones inflacionistas.

Los efectos de base derivados del pasado comportamiento de los precios de la energía desempeñarán un papel importante en la evolución a corto plazo del IAPC. En consecuencia, se espera que las tasas de inflación interanual sigan disminuyendo en los próximos meses, hasta alcanzar temporalmente niveles negativos a mediados de año, para volver a aumentar posteriormente. Desde una perspectiva a más largo plazo, se espera que la inflación interanual medida por el IAPC se mantenga por debajo del 2% en el 2010, como reflejo, principalmente, de la atonía de la demanda en la zona del euro y en otros países. La esperada volatilidad del IAPC en el transcurso del año no ha afectado a las expectativas de inflación a medio y largo plazo, que permanecen firmemente ancladas en niveles compatibles con la estabilidad de precios. Aunque en el Boletín Mensual de mayo del 2009 se publicarán los resultados de la encuesta del BCE a expertos en previsión económica correspondiente al segundo trimestre del 2009, en el recuadro 5 se explican cómo se forman las expectativas en esta encuesta.

Los riesgos para las perspectivas de inflación están, en general, equilibrados y se refieren, en particular, a riesgos relacionados con las perspectivas de actividad económica y con los precios de las materias primas.

Recuadro 5

¿CÓMO SE FORMAN LAS PREVISIONES EN LA ENCUESTA DEL BCE A EXPERTOS EN PREVISIÓN ECONÓMICA? RESULTADOS DE UN CUESTIONARIO ESPECIAL

En este recuadro se recogen los resultados de un cuestionario especial enviado a los participantes en la encuesta del BCE a expertos en previsión económica (EPE) en el otoño del 2008, en el contexto del décimo aniversario de esta encuesta, que empezó a realizarse en enero del año 1999¹. El objeto del cuestionario era obtener más información sobre la manera en que se forman las previsiones indicadas en la EPE. Al cuestionario contestaron 45 participantes en la EPE, que representan aproximadamente tres cuartas partes del número medio de respuestas recibidas en las encuestas periódicas (en torno a 60). Los encuestados que contestaron constituían una muestra transversal representativa de los participantes en la EPE por tipos de expertos en previsión: cerca de la mitad de las respuestas correspondieron a las instituciones financieras (frente a un promedio del 66% en las EPE periódicas). El cuestionario comprendía preguntas sobre la puntualidad de las previsiones y los métodos de predicción, especialmente en relación con la frecuencia de actualización de las previsiones, los modelos utilizados, la importancia de los juicios de valor, las distribuciones de probabilidad y los supuestos relativos a otras variables implícitas en las previsiones. Cabe observar que, en algunos casos, los porcentajes indicados pueden sumar más del 100%, dado que los encuestados indican más de una categoría.

Frecuencia de actualización de las previsiones recogidas en la EPE

La mayoría de encuestados (84%) contestó que actualiza sus previsiones periódicamente con arreglo a un calendario (por ejemplo, al inicio del mes, al final del trimestre, etc.), el 30% indicó que las actualiza cuando se producen determinados acontecimientos o se publican datos importantes, y una elevada proporción de encuestados (cerca de una tercera parte) señaló que las previsiones se actualizan con arreglo a un calendario o en función de los acontecimientos o de la publicación de datos, según sea el caso.

Entre los encuestados que actualizan sus previsiones periódicamente con arreglo a un calendario, más del 50% indicó que las actualiza con periodicidad trimestral, el 35% con periodicidad mensual, y en torno al 10% menos frecuentemente (por ejemplo, dos o tres veces al año). Dos encuestados señalaron que las actualizan «de forma continuada».

La mayoría de encuestados contestó que en cada EPE reflejan su última previsión disponible, sólo una pequeña proporción (menos del 10%) señaló que elabora una nueva previsión para la encuesta, y en torno a una cuarta parte indicó que puede que actualice parcialmente sus previsiones para responder a la EPE. En conjunto, dada la elevada frecuencia de las actualizaciones periódicas y en vista de que los encuestados declaran que ajustan también sus predicciones o elaboran nuevas previsiones en circunstancias excepcionales, puede considerarse que las respuestas muestran una puntualidad bastante elevada.

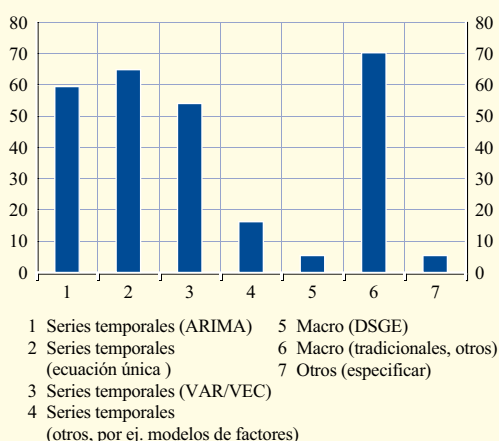
Técnicas y modelos de previsión

En el cuestionario se preguntaba a los participantes en la EPE qué modelos utilizan para las previsiones. También se les pedía que asignasen unas ponderaciones aproximadas, es decir, unos porcentajes,

¹ Pueden consultarse el modelo de cuestionario y un resumen más detallado de los resultados en la dirección del BCE en Internet <http://www.ecb.europa.eu/stats/prices/indic/forecast/html/index.en.html>.

Gráfico A ¿Qué clases de modelo utilizan para las previsiones?

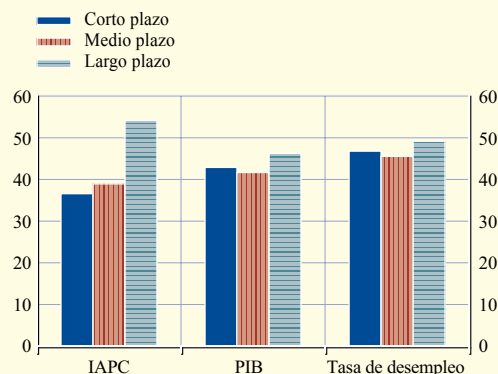
(porcentaje de respuestas)



Fuente: BCE.

Gráfico B Importancia de los juicios de valor aplicados a la previsión

(en porcentaje)



Fuente: BCE.

a la importancia relativa de los modelos y de los juicios de valor. Tal y como se señala en el propio cuestionario, es preciso tener en cuenta que las respuestas a esta pregunta sólo pueden ser aproximadas y que pueden variar con el tiempo.

Por lo que se refiere a la utilización de modelos de previsión, el cuestionario señala varios tipos de modelos: modelos de series temporales [que incluyen los modelos autorregresivo integrado de medias móviles (ARIMA), de ecuación única, y de vector autorregresivo (VAR) o de corrección de errores vectoriales (VEC)], modelos macro tradicionales de oferta y demanda, y modelos de equilibrio general dinámico y estocástico (DSGE). Las respuestas indican que el tipo de modelo que prefieren los encuestados varía según el horizonte de la previsión y la variable objeto de la predicción. La encuesta revela un patrón según el cual los modelos de series temporales se utilizan más para los horizontes a corto plazo y las previsiones de inflación, mientras que los modelos macro tradicionales de oferta y demanda se emplean en mayor medida para los horizontes a largo plazo y algo más para la previsión del PIB real y de la tasa de desempleo.

Un análisis más detallado de los tipos de modelos utilizados para las previsiones muestra que la mayoría de encuestados (en torno al 85%) contesta que emplea al menos un tipo de modelo de series temporales. Tres de estos modelos se utilizan bastante extensamente: el ARIMA, la ecuación única y los modelos VAR o VEC (véase gráfico A). Un número más reducido de expertos emplea otros modelos de series temporales, como los modelos de factores. La mayor parte de los encuestados que utilizan modelos de series temporales indica que emplea uno o varios de estos modelos. Casi el 70% de encuestados señala que utiliza los modelos macro tradicionales de oferta y demanda, mientras que un número muy reducido de expertos emplea los modelos DSGE o algún otro tipo de modelo no incluido entre los especificados.

En lo que respecta al papel atribuido a los juicios de valor, los resultados muestran que, en promedio, los encuestados consideran que el 45% de sus predicciones son previsiones basadas en juicios

de valor². No se aprecian diferencias significativas en la utilización relativa de los juicios de valor entre las variables y los horizontes temporales, salvo en el caso de la inflación (véase gráfico B). Las previsiones de inflación a corto plazo (hasta un año) basadas en juicios de valor representan en torno al 37%, y las previsiones a largo plazo (a cinco años vista) alcanzan el 54%. Las previsiones del PIB real basadas en juicios de valor (44%) son, en promedio, algo inferiores a las de la tasa de desempleo (47%). Para ambas variables, no se observan diferencias apreciables entre los horizontes temporales, aunque las previsiones se basan algo más en los juicios de valor para los horizontes a más largo plazo.

Distribuciones de probabilidad y estimaciones correspondientes

En el cuestionario se preguntaba también a los encuestados cómo establecían sus distribuciones de probabilidad relativas a la inflación, el PIB y el desempleo. Una gran mayoría (79%) de encuestados contestó que las distribuciones de probabilidad se estimaban en base a juicios de valor, el 17% indicó que se basaban en modelos y un número reducido de encuestados señaló que se basaban en una forma funcional (habitualmente, la distribución normal estándar).

Asimismo, se solicitaba a los encuestados que especificasen si la predicción indicada era la previsión media, la previsión modal o la previsión mediana³. Las respuestas revelaron que la estimación indicada correspondía a la previsión media de la distribución de probabilidad para una clara mayoría de expertos (75%), a la previsión mediana para casi el 20%, y a la previsión modal para un número reducido de encuestados (7%). Algunos expertos indicaron que, dependiendo del entorno económico, podían desviarse también de la medida indicada habitualmente, utilizando, por ejemplo, la modal o la mediana, en lugar de la media.

Otras variables y supuestos condicionantes

Por lo que respecta a los supuestos «externos», la mayor parte de los encuestados formulan previsiones internas para los precios del petróleo, los tipos de cambio, los tipos de interés y el crecimiento salarial. Las previsiones internas de los precios del petróleo se complementan con frecuencia con datos del mercado, por ejemplo, los tipos *forward* o *spot*. Algunos expertos indican que utilizan previsiones externas para complementar y contrastar las previsiones internas. En cuanto a la utilización de otras fuentes, un número reducido de encuestados emplea reglas automáticas (por ejemplo, un paseo aleatorio). Estas respuestas sugieren que, como se subraya siempre en los resultados de la EPE, éstos reflejan un conjunto relativamente dispar de opiniones y supuestos subjetivos.

En resumen, los resultados de la EPE muestran que las respuestas se caracterizan por una puntualidad bastante elevada y que las previsiones se basan en supuestos heterogéneos, generados de forma

2 Cabe observar que algunos encuestados indican que su previsión se basa enteramente en juicios de valor. Un análisis de las respuestas muestra que éstas pueden reflejar dos tipos de comportamiento. Algunos expertos no utilizan modelos para ciertas variables o determinados horizontes temporales, y su previsión se basa en la opinión oficial de su institución. Otros utilizan modelos, pero consideran que el resultado final se basa en juicios de valor, debido a que su previsión inicial basada en modelos puede ajustarse en cualquier dirección y medida, dependiendo de sus opiniones subjetivas. En este contexto, la importancia de los juicios de valor indicada puede ser algo exagerada.

3 La previsión media es la media ponderada de todos los resultados posibles, en la que las ponderaciones corresponden a la probabilidad asignada por los encuestados a cada resultado. La previsión modal es la previsión más probable, aunque no refleja necesariamente los riesgos relativos al resultado más probable. La previsión mediana es el resultado que presenta un 50% de probabilidad por encima y un 50% por debajo del mismo. Si la distribución de probabilidad es simétrica, las tres medidas coinciden y se considera que los riesgos están equilibrados. Si no es simétrica, se considera que existen riesgos alcistas si la previsión media es superior a la previsión mediana, que será, a su vez, superior a la previsión modal.

predominante en la empresa. Además, aunque se utilizan ampliamente modelos tanto estructurales como de series temporales, las previsiones se basan también en juicios de valor. Esto ocurre, en particular, en las distribuciones de probabilidad. Por lo tanto, a la hora de analizar e interpretar los resultados agregados o individuales de la EPE, es muy importante tener cuenta el carácter heterogéneo de las previsiones recogidas en la encuesta.

4 PRODUCTO, DEMANDA Y MERCADO DE TRABAJO

El ritmo de actividad en la zona del euro disminuyó de forma acusada en el segundo semestre del 2008 al trasladarse progresivamente las tensiones existentes en el sector financiero a la economía real. Los datos disponibles y los indicadores procedentes de las encuestas sugieren que la actividad económica en la zona ha mantenido su debilidad a comienzos del 2009. Es probable que la actividad continúe siendo muy moderada hasta finales de año, pero se espera que se recupere gradualmente en el 2010. La notable caída observada en los precios de las materias primas desde el verano del 2008 está sosteniendo la renta real disponible y, por lo tanto, el consumo. Además, tanto la demanda exterior como la demanda interna deberían resultar favorecidas por los efectos de los importantes planes de estímulo macroeconómico que se han puesto en marcha, así como por las medidas adoptadas para restablecer el funcionamiento del sistema financiero dentro y fuera de la zona del euro. Los riesgos para estas perspectivas de crecimiento económico parecen estar, en general, equilibrados.

4.1 PIB REAL Y COMPONENTES DE LA DEMANDA

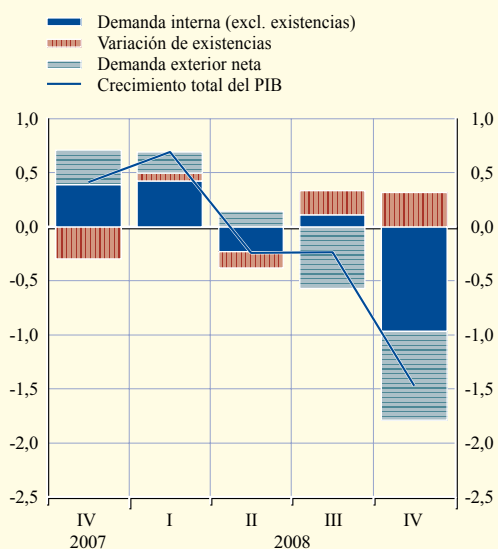
El ritmo de actividad en la zona del euro disminuyó de forma acusada hacia finales del 2008 y comienzos del 2009. El PIB real se redujo moderadamente en el segundo y tercer trimestres del 2008 y, posteriormente, se contrajo de modo más pronunciado en el último trimestre del año, cayendo un 1,5% en tasa intertrimestral (véase gráfico 25). Las encuestas y los indicadores mensuales apuntan a una contracción de la actividad igualmente importante en el primer trimestre del 2009.

Eurostat publicó las primeras estimaciones de la desagregación del PIB por componentes de gasto el 5 de marzo. Sin embargo, tras la recepción de datos nacionales actualizados y, sobre todo, de la publicación de los resultados trimestrales y anuales en Italia, Eurostat decidió, excepcionalmente, publicar una reestimación de la desagregación por componentes, antes de la estimación habitual (prevista para el 7 de abril). Las cifras de esta reestimación apuntaban a un mantenimiento de la atonía de la demanda interna, excluida la variación de existencias, como consecuencia de una caída del consumo y de una marcada reducción de la inversión, que se vio contrarrestado, en parte, por un modesto aumento del consumo público. Según estas cifras revisadas, las exportaciones y las importaciones han disminuido de forma muy significativa, debido al desplome del comercio mundial, y la demanda exterior neta redujo el crecimiento del PIB en 0,8 puntos porcentuales. La variación de existencias contribuyó al crecimiento en 0,3 puntos porcentuales.

El consumo privado cayó un 0,3%, en tasa intertrimestral, en el cuarto trimestre del 2008. La evolución reciente de los indicadores de gasto en consumo ofrecía señales ligeramente contradictorias acerca del gasto de los hogares a comienzos del 2009. Por una parte, la evolución del comercio al por menor

Gráfico 25 Crecimiento del PIB real y contribuciones

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



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Nota: Los datos se refieren a la zona del euro, incluida Eslovaquia.

apuntaba a un mantenimiento de la debilidad. El volumen de ventas del comercio al por menor no varió en enero y, en términos de medias móviles de tres meses, el crecimiento de las ventas del comercio al por menor siguió siendo negativo (véase gráfico 26). La confianza de los consumidores también indicaba que las perspectivas del gasto en consumo seguían siendo moderadas. La confianza de los hogares cayó de nuevo en marzo y se situó en niveles históricamente bajos. Sin embargo, en febrero las matriculaciones de automóviles registraron un crecimiento muy fuerte, en términos intermensuales. En cierta medida, el sustancial incremento observado en las matriculaciones fue consecuencia del efecto de los incentivos fiscales en Alemania, que fomentaron la compra de automóviles. En general, el patrón del gasto agregado de los hogares a comienzos del 2009 sigue siendo poco claro.

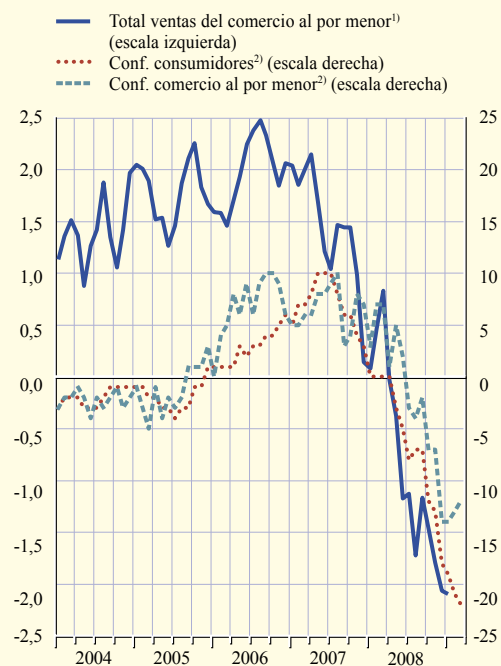
De cara al futuro, se espera que el consumo mantenga su moderación en el corto plazo. Aunque las notables caídas observadas en los precios de las materias primas han dado un gran impulso al poder adquisitivo de los hogares, su riqueza ha disminuido y se espera que el deterioro de los mercados laborales afecte a la rentas del trabajo en los próximos meses. La persistencia de la incertidumbre económica y la debilidad observada en la confianza de los consumidores probablemente sigan reduciendo al gasto de los hogares.

La formación bruta de capital fijo registró un fuerte descenso en el cuarto trimestre del 2008, cayendo un 3,7%, en tasa intertrimestral. El desglose de la inversión indicaba una reducción intertrimestral del 6% en la inversión, excluida la construcción. Los indicadores disponibles sugieren que la inversión empresarial siguió decreciendo a comienzos del 2009, y se observó una disminución significativa en la producción de bienes de equipo. La inversión empresarial se ha desacelerado a medida que la debilidad de la demanda ha hecho caer la rentabilidad, las presiones sobre la capacidad productiva se han atenuado y el endurecimiento de las condiciones de concesión de créditos ha incrementado los costes de financiación y reducido la disponibilidad de fondos. Además, la intensificación de la incertidumbre acerca de las perspectivas económicas parece haber contraído la inversión empresarial. Las encuestas y la evidencia anecdótica procedente de las sociedades no financieras de la zona del euro apuntan a un aplazamiento general de la inversión, que hará que la actividad decaiga aún más en el corto plazo.

La inversión en construcción también se redujo en el cuarto trimestre del 2008 (1,5%). La contracción de la inversión en construcción refleja, en parte, el ajuste que se está llevando a cabo en este momento en los mercados de la vivienda de varios países de la zona del euro y que ha frenado la inversión residencial.

Gráfico 26 Ventas del comercio al por menor y confianza del comercio al por menor y de los hogares

(datos mensuales)



Fuentes: Encuestas de opinión de la Comisión Europea y Eurostat.
Nota: Los datos se refieren a la zona del euro, incluida Eslovaquia.
1) Tasas de variación interanual; medias móviles de tres meses; datos ajustados por días laborables.
2) Saldos netos; datos desestacionalizados ajustados a la media.

4.2 PRODUCTO, OFERTA Y MERCADO DE TRABAJO

La caída del producto agregado en el cuarto trimestre tuvo su origen en el descenso del valor añadido en todas las ramas de actividad. El valor añadido de la industria, excluida la construcción, se redujo un 5,4%, en tasa intertrimestral, mientras que el valor añadido de la construcción disminuyó un 1,8%. El descenso observado en el valor añadido de los servicios fue menor, y supuso un 0,4% en tasa intertrimestral. Tomados en conjunto, estos retrocesos constituyeron una de las mayores caídas intertrimestrales de la actividad agregada en la zona del euro desde 1970. El recuadro 6 sitúa la evolución reciente de la actividad en la zona del euro en una perspectiva histórica, al comparar la evolución de la actividad reciente en la industria y en los servicios con periodos de recesión anteriores.

Recuadro 6

COMPARACIÓN DE LA ACTUAL RECESIÓN DE LA ECONOMÍA DE LA ZONA DEL EURO, Y DE SUS DOS RAMAS DE ACTIVIDAD PRINCIPALES, CON ANTERIORES PERÍODOS DE RECESIÓN

Los datos del PIB más recientes indican que la recesión en la zona se ha intensificado significativamente en el último trimestre del 2008. El PIB de la zona se contrajo un 1,5% en tasa intertrimestral, tras observarse descensos intertrimestrales de menor magnitud, del 0,2% y del 0,3%, en los dos trimestres anteriores. La contracción del 1,5% que se produjo en el cuarto trimestre representa una de las mayores caídas registradas en el PIB de la zona desde 1970. Solamente se observó una contracción más acusada en la recesión de 1974-1975, cuando el PIB registró un retroceso intertrimestral del 1,6% en el cuarto trimestre de 1974. Teniendo en cuenta lo anterior, en este recuadro se enmarca en una perspectiva histórica la evolución reciente de la actividad de la zona del euro hasta el cuarto trimestre del 2008 y se compara con anteriores periodos de recesión en la zona desde 1970. La evolución reciente de la actividad en las dos ramas económicas principales —industria y servicios— también se compara con la observada en anteriores periodos de recesión.

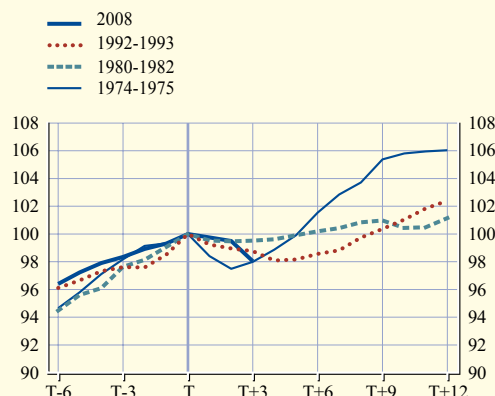
El PIB real de la zona del euro en las distintas recesiones

Por regla general, y debido a su simplicidad, los medios de comunicación suelen considerar que periodos de dos trimestres consecutivos con tasas de crecimiento intertrimestral negativas constituyen una recesión. Sin embargo, no existe un enfoque mecánico universalmente aceptado para datar una recesión. En general, las recesiones se fechan utilizando un conjunto amplio de variables, en el que un descenso significativo en el nivel de actividad económica general constituye un elemento esencial. Así pues, una recesión se inicia inmediatamente después de que una economía alcance su máximo cíclico y termina cuando la economía se sitúa un su mínimo cíclico. En la zona del euro, un grupo privado, el Comité de Datación de los Ciclos Económicos en la Zona del Euro del Centre for Economic Policy Research (CEPR), ha identificado hasta el momento tres recesiones en la economía de la zona del euro: desde el tercer trimestre de 1974 hasta el primer trimestre de 1975, desde el primer trimestre de 1980 hasta el tercer trimestre de 1982 y desde el primer trimestre de 1992 hasta el tercer trimestre de 1993. Además, el periodo comprendido entre el primer trimestre del 2003 y el segundo trimestre del mismo año se ha caracterizado como «una pausa prolongada en el crecimiento de la actividad económica más que como una verdadera recesión»¹. En lo que se refiere a la actual recesión, el CEPR ha manifestado recientemente que se inició en el primer trimestre del 2008.

¹ Véase <http://www.cepr.org/data/dating>.

Gráfico A Comparación del PIB de la zona del euro en las distintas recesiones

(índice: T = 100; datos trimestrales)

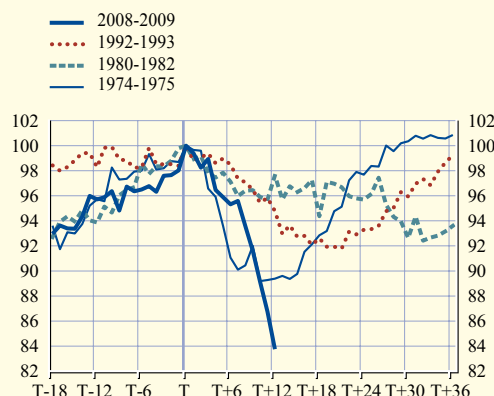


Fuentes: Eurostat, base de datos del modelo para el conjunto de la zona del euro (AWM) y cálculos del BCE.

Nota: La T representa el máximo de la actividad antes de que se produzcan las recesiones respectivas. Las fechas de los máximos cíclicos son III 1974, I 1980, I 1992 y I 2008.

Gráfico B Comparación de la producción industrial de la zona del euro (excluida la construcción) en las distintas recesiones

(índice: T = 100; datos mensuales)



Fuentes: Eurostat, BCE y cálculos del BCE.

Nota: La T representa el máximo de la producción industrial antes de que se produzcan las recesiones respectivas. Las fechas de los máximos cíclicos son junio de 1974, febrero de 1980, noviembre de 1991 y enero del 2008.

En el gráfico A se presenta una comparación de la evolución del PIB de la zona del euro durante la actual recesión, hasta el cuarto trimestre del 2008, con la de recesiones anteriores, donde T marca el máximo de los ciclos respectivos. Esta comparación pone de relieve la singularidad de cada una de las recesiones anteriores en cuanto a su extensión, patrón y gravedad. La recesión de los años setenta, que se extendió a lo largo de dos trimestres, fue acusada, pero relativamente corta. La de los años noventa fue algo menos profunda, pero al mismo tiempo mucho más prolongada, mientras que la recesión menos pronunciada, y que fue seguida por una fase de expansión lenta, se registró en los años ochenta.

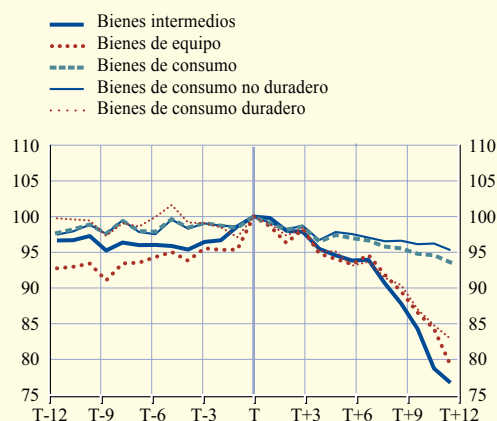
En la actual recesión, tras dos trimestres de suaves descensos, la intensificación de la crisis financiera en septiembre del 2008 aceleró considerablemente la contracción del PIB de la zona del euro en el cuarto trimestre del 2008. La actual recesión, hasta el cuarto trimestre del 2008, ya ha durado más que la recesión de los años setenta y las pérdidas de producto ocurridas entre el máximo y el mínimo cíclicos son, hasta ese mismo trimestre, más importantes que las de la recesión de los años ochenta, similares a las de la recesión de los noventa y relativamente cercanas en magnitud a la recesión de los años setenta. Además, si se considera la situación más allá del cuarto trimestre del 2008, la muy adversa trayectoria actual de los indicadores económicos a corto plazo para los tres primeros meses del 2009 indica que la evolución hasta el primer trimestre de este año podría convertir la recesión actual en la más grave de todas las registradas desde 1970 en términos de pérdidas de producto entre el máximo y el mínimo cíclicos.

Actividad en las ramas industrial y de servicios en las distintas recesiones

Si se considera el patrón de evolución de la actividad durante las recesiones en las dos ramas económicas principales, se pone de manifiesto que la industria, que se caracteriza por ser muy cíclica, ha sido el principal determinante de las caídas del PIB observadas durante todas las recesiones (véanse gráficos B y D). Por el contrario, el crecimiento de la rama de servicios, que representa, con el 70%, una proporción mucho mayor del valor añadido en la zona del euro que la industria (20%), suele desacelerarse

Gráfico C Comparación de la producción en las principales ramas de actividad durante la recesión actual

(índice: T = 100; datos mensuales)

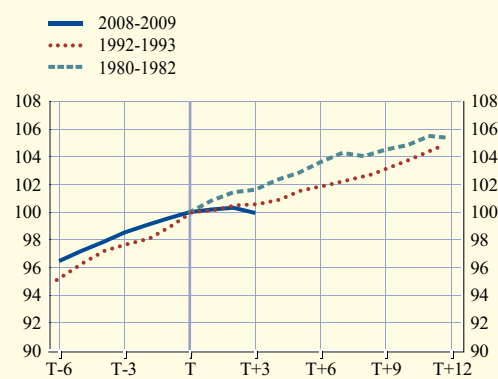


Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Nota: La T representa el máximo del total de producción industrial antes de la recesión del 2008 (enero del 2008).

Gráfico D Comparación del valor añadido de los servicios en la zona del euro en las distintas recesiones

(índice: T = 100; datos trimestrales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Nota: La T representa el máximo del PIB antes de que se produzcan las recesiones respectivas. Las fechas de los máximos cíclicos son 1 1980, 1 1992 y 1 2008.

durante las recesiones, aunque la actividad en este sector muy rara vez se reduce realmente. Si bien la rama de servicios también incluye componentes que muestran un grado de ciclicidad relativamente elevado, como las categorías de comercio y de transporte, los servicios, en general, y los servicios públicos como sanidad y educación, en particular, tienden a mostrar fluctuaciones mucho menores que la industria.

La comparación de la evolución de la producción industrial en la zona del euro (excluida la construcción) en las distintas recesiones muestra que el descenso observado en la actividad industrial desde su máximo cíclico en la actual recesión era ya, hasta enero del 2009, claramente más pronunciado que en cualquiera de las recesiones anteriores. La reducción de la producción en los últimos años fue generalizada en las principales ramas de actividad, aunque las caídas más acusadas se registraron en los bienes intermedios (véase gráfico C). Asimismo, la producción de bienes de equipo experimentó una fuerte disminución, pero las considerables carteras de pedidos existentes al inicio de la recesión pueden haber ayudado ligeramente a mitigar la contracción en la producción en ese sector. Por otra parte, en línea con recesiones anteriores, la producción de bienes de consumo disminuyó también, aunque de forma más moderada que en otras ramas, lo que muestra la menor ciclicidad de la demanda de estos bienes. Ello es consecuencia de caídas de menor magnitud en la producción de bienes de consumo no duradero, mientras que la contracción de la producción en la pequeña categoría de bienes de consumo duradero fue casi tan pronunciada como en la rama de bienes de equipo.

Resulta especialmente difícil efectuar una comparación de la actual recesión con períodos anteriores de recesión en lo que respecta a los servicios, pues sólo existen datos oficiales sobre el valor añadido de los servicios en la zona del euro desde 1995. Los datos correspondientes a períodos anteriores pueden aproximarse extrapolando hacia el pasado la serie temporal oficial hasta 1980 a partir de datos históricos de la zona del euro y de Alemania occidental, Francia, Italia y España. Durante la recesión de los años ochenta, el crecimiento de los servicios siguió siendo vigoroso. La evolución del valor añadido de los servicios

durante la actual recesión sigue, hasta el tercer trimestre del 2008, el mismo patrón observado en la recesión de los años noventa (véase gráfico D). En esta recesión, el crecimiento del valor añadido de los servicios en la zona del euro se situó en un promedio intertrimestral del 0,2% en los cuatro trimestres posteriores al máximo cíclico; más adelante, volvió a recuperarse. El crecimiento medio de tres trimestres en la actual recesión se sitúa en el 0,0%, y las encuestas apuntan a una nueva desaceleración de la actividad en los servicios durante el primer trimestre del 2009. Ello convertiría a la actual recesión en la más grave registrada en la rama de servicios desde, al menos, 1980. Durante el pasado año, el comercio y los transportes, sobre todo, muestran tasas de crecimiento intertrimestrales negativas. Los servicios financieros y empresariales presentan una tasa de crecimiento negativa en el cuarto trimestre del 2008. Otros servicios, que incluyen en concreto los servicios públicos, siguen creciendo (véase gráfico E).

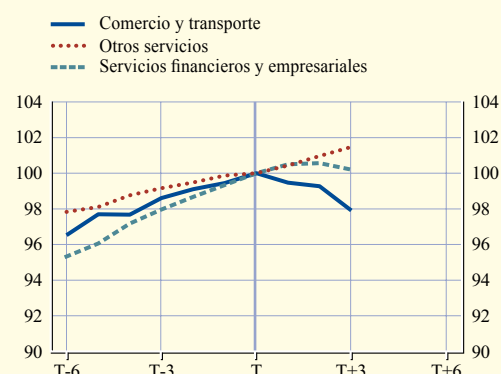
En resumen, cada período de recesión tiene un carácter único. Desde una perspectiva histórica, la recesión actual parece haber comenzado con suaves descensos. No obstante, la reducción de la actividad se aceleró considerablemente en el cuarto trimestre del 2008. Las caídas simultáneas del producto tanto en la zona del euro como fuera de ella y los efectos más generalizados de la crisis financiera se han conjugado y han provocado una recesión, que, en términos de pérdida de producto, parece que se está convirtiendo en la más grave, al menos, desde los años setenta. Aunque el producto en el sector manufacturero sufre, tradicionalmente, las caídas más importantes y la actividad en la rama de servicios suele desacelerarse, pero no disminuir, en la recesión actual se observan descensos simultáneos en los dos sectores. En la industria, estos descensos superan las caídas de mayor magnitud observadas desde los años setenta. La rama de servicios registra su peor comportamiento desde que se iniciaron las mediciones en los años ochenta.

Los indicadores mensuales sugieren que la actividad siguió mostrando una gran debilidad durante el primer trimestre del 2009. La producción industrial de la zona del euro (excluida la construcción) mantuvo una tendencia a la baja muy marcada en enero del 2009, y se registró una nueva caída mensual muy pronunciada, tras haberse observado acusados descensos también en los meses anteriores (véase gráfico 27). El hecho de que únicamente se disponga de datos de producción de un mes para el primer trimestre del 2009 sólo permite efectuar una evaluación muy aproximada de la evolución seguida en el trimestre en su conjunto. Sin embargo, la fuerte contracción de la producción registrada en enero, junto con el significativo carácter negativo del efecto arrastre derivado de las caídas observadas en la producción durante el cuarto trimestre del 2008, sugiere una nueva y considerable disminución de la actividad industrial en la zona del euro durante el primer trimestre del año.

La estimación publicada en enero con datos de producción también incluyó algunas revisiones de datos anteriores. Estas revisiones implican un máximo de producción ligeramente mayor en enero del 2008

Gráfico E Comparación de la evolución del valor añadido en los subsectores de servicios durante la recesión actual

(índice: T = 100; datos trimestrales)

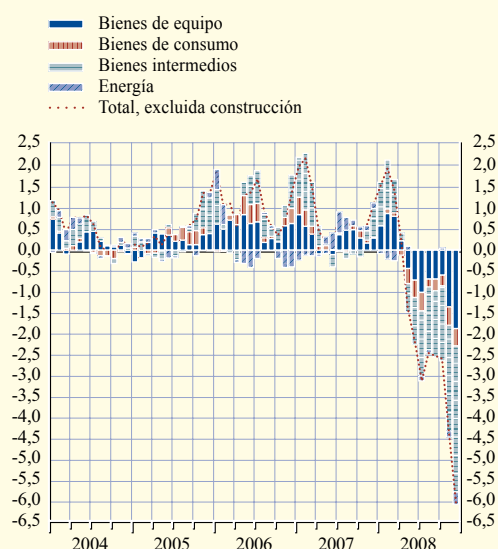


Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Nota: La T representa el máximo del PIB antes de la recesión del 2008 (I 2008).

Gráfico 27 Crecimiento de la producción industrial y contribuciones

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

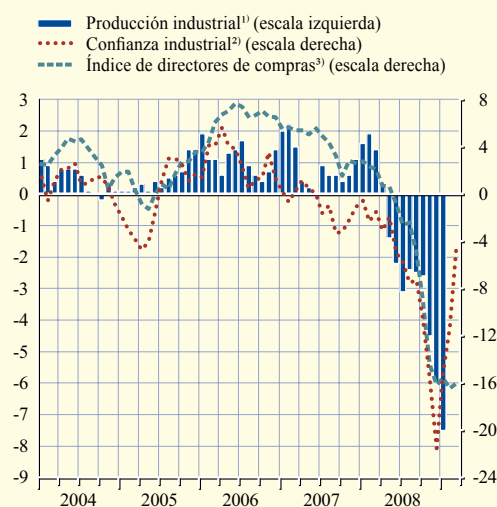


Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: Los datos mostrados se calculan como medias móviles de tres meses, frente a la media correspondiente a los tres meses anteriores. Los datos se refieren a la zona del euro, incluida Eslovaquia.

Gráfico 28 Producción industrial, confianza industrial e índice de directores de compras

(datos mensuales desestacionalizados)



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

Notas: Todas las series se refieren a las manufacturas. Los datos se refieren a la zona del euro, incluida Eslovaquia.

1) Tasas de variación intertrimestral.

2) Saldos netos; variaciones en comparación con tres meses antes.

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

y un nivel de producción ligeramente menor en diciembre del 2008, es decir, una caída durante este período incluso más pronunciada de lo que se había estimado anteriormente. Algunas de estas revisiones están relacionadas con los cambios estadísticos que se han efectuado en la estimación de enero, en particular la adopción de la nueva clasificación de actividades económicas (NACE Rev.2), que se comentan en más detalle en el recuadro 4 de la sección 3.

Las encuestas de opinión confirman la extrema debilidad de las perspectivas a corto plazo e indican caídas muy significativas en la actividad en el primer trimestre del 2009 (véase gráfico 28). Las encuestas a los directores de compras relativas a la actividad en la industria y en los servicios mejoraron ligeramente en marzo, y sobre todo en el primer trimestre del año han proporcionado algunas señales de estabilización, aunque en niveles muy reducidos. Lo anterior podría ofrecer, al menos, indicios provisionales de que el ritmo de deterioro económico se ha estabilizado a comienzos del 2009. Por el contrario, la encuesta de la Comisión relativa a la confianza de la industria y los servicios no ha mostrado señales de que se haya desacelerado el ritmo. La confianza de estos dos sectores registró nuevas caídas en marzo.

MERCADO DE TRABAJO

La situación de los mercados de trabajo en la zona del euro siguió deteriorándose en los últimos meses. El empleo cayó un 0,3%, en tasa intertrimestral, en el cuarto trimestre del 2008 (véase cuadro 6). La desagregación del empleo por sectores se publicará a comienzos de abril. De cara al futuro, las encuestas sobre las expectativas de creación de empleo de las empresas indican el mante-

Cuadro 6 Crecimiento del empleo

(tasas de variación respecto al período anterior; datos desestacionalizados)

	Tasas interanuales		Tasas intertrimestrales				
	2007	2008	2007 IV	2008 I	2008 II	2008 III	2008 IV
Total de la economía	1,8	0,8	0,3	0,4	0,1	-0,1	-0,3
<i>Del cual:</i>							
Agricultura y pesca	-1,3	.	-0,3	0,6	-1,3	-0,5	.
Industria	1,4	.	0,1	0,2	-0,6	-0,7	.
Excluida la construcción	0,3	.	0,1	0,2	-0,1	-0,4	.
Construcción	4,1	.	0,0	0,1	-1,5	-1,5	.
Servicios	2,2	.	0,4	0,4	0,4	0,1	.
Comercio y transporte	1,9	.	0,2	0,5	0,2	0,1	.
Finanzas y empresas	4,0	.	0,8	1,1	0,3	0,1	.
Administración pública ¹⁾	1,4	.	0,3	-0,1	0,6	0,1	.

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

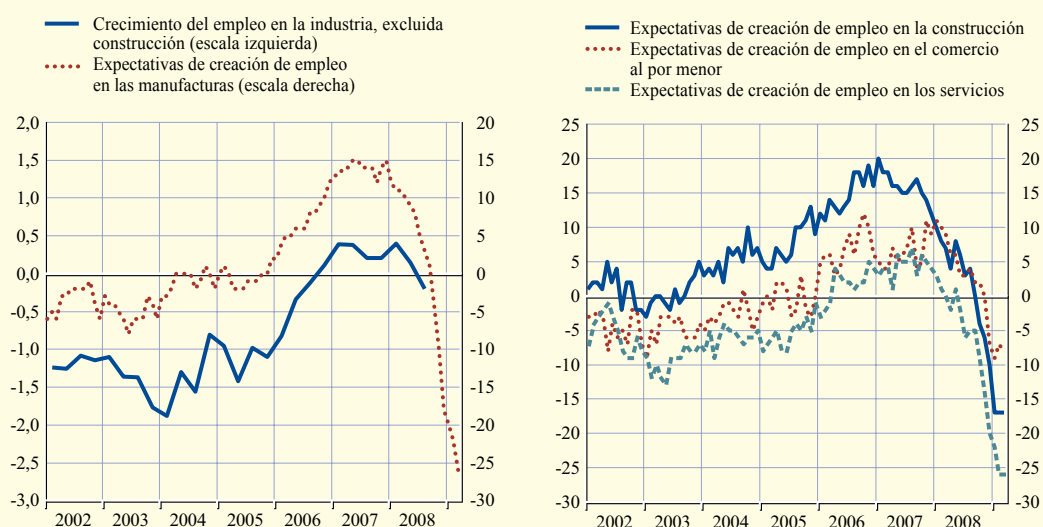
Nota: Los datos se refieren a la zona del euro, incluida Eslovaquia.

1) Incluye también educación, salud y otros servicios.

nimiento de unas perspectivas de empleo muy moderadas durante los próximos meses (véase gráfico 29). En marzo, el índice de expectativas de creación de empleo de la encuesta a los directores de compras cayó en el sector industrial y, aunque registró una ligera recuperación en la rama de servicios, se mantuvo en niveles muy reducidos, lo que indica que las empresas han efectuado una reducción significativa del factor trabajo. Las encuestas de la Comisión Europea sobre las expectativas de creación de empleo también registraron caídas generalizadas en marzo, siendo éstas especialmente intensas en la industria (excluida la construcción) y algo más moderadas en los servicios.

Gráfico 29 Crecimiento del empleo y expectativas de creación de empleo

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

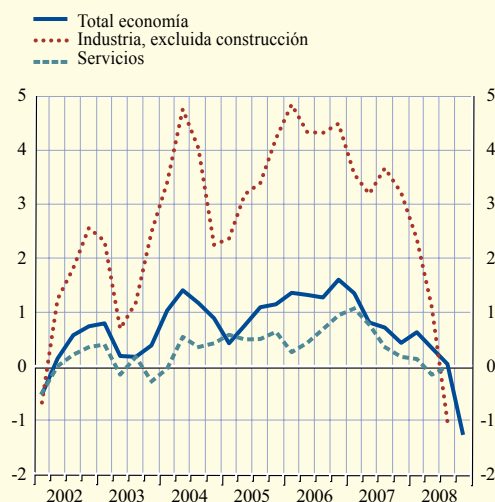


Fuentes: Eurostat y encuestas de opinión de la Comisión Europea.

Notas: Los saldos netos están ajustados a la media. Los datos se refieren a la zona del euro, incluida Eslovaquia.

Gráfico 30 Productividad del trabajo

(tasas de variación interanual)

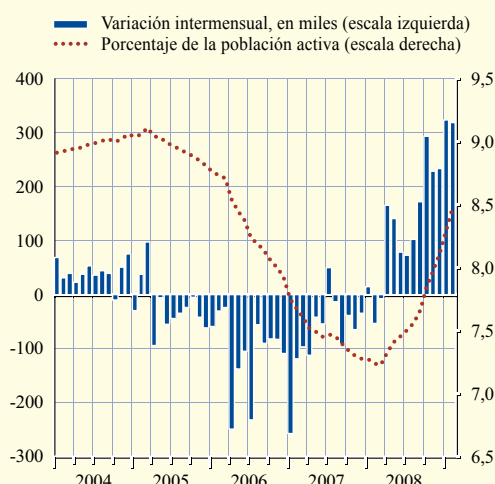


Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Nota: Los datos se refieren a la zona del euro, incluida Eslovaquia.

Gráfico 31 Desempleo

(datos mensuales desestacionalizados)



Fuente: Eurostat.

Nota: Los datos se refieren a la zona del euro, incluida Eslovaquia.

Al contraerse la actividad, la productividad del trabajo también disminuyó en el cuarto trimestre del 2008, decreciendo un 1,2% en tasa intertrimestral. En el tercer trimestre del 2008, también se observó un descenso del 0,1%. Las últimas estimaciones situaban la tasa interanual de crecimiento de la productividad en el -1,3% (véase gráfico 30). Los últimos datos del índice de productividad de la encuesta a los directores de compra sugieren que continúa desacelerándose el crecimiento de la productividad del trabajo.

La tasa de paro de la zona del euro se elevó hasta el 8,5% en febrero, 0,2 puntos porcentuales más que en el mes anterior, tras una revisión al alza de 0,1 puntos porcentuales de la cifra correspondiente a enero del 2009 (véase gráfico 31). El aumento de la tasa de desempleo en febrero representó el undécimo incremento mensual consecutivo y supone 319.000 parados más en la zona del euro. La subida observada en la tasa correspondiente a la zona del euro obedece a alzas generalizadas de la tasa de paro en todos los países pertenecientes a la zona, especialmente en España e Irlanda (ambos con aumentos de 7 puntos porcentuales). Las tasas de desempleo en Francia y Alemania también se incrementaron en 0,1 puntos porcentuales. El reciente aumento del paro en la zona del euro pone de relieve la necesidad de que los Gobiernos avancen en la aplicación de medidas relativas a los mercados de trabajo que favorezcan la reincorporación al mercado, contribuyan a contener el incremento del paro y respalden la recuperación. En el recuadro 7 se examinan las directrices para abordar los desafíos económicos a largo plazo mediante reformas estructurales, tal y como se prevé en la estrategia de Lisboa para el crecimiento y el empleo.

PRIORIDADES DE LAS POLÍTICAS ESTRUCTURALES EN LA ZONA DEL EURO

En los últimos meses, las políticas económicas se han centrado en la adopción de medidas a corto plazo para contener el impacto de la crisis de los mercados financieros en la economía real. Las políticas económicas nacionales han seguido los principios recogidos en el Plan europeo de recuperación económica¹. En cuanto al largo plazo, la estrategia de Lisboa para el crecimiento y el empleo también proporciona directrices sobre el modo de abordar los retos económicos a largo plazo mediante reformas estructurales. En este contexto, el Consejo Europeo aprobó recientemente una actualización de las recomendaciones sobre política económica específicas para cada país². En este recuadro se presentan y se evalúan las prioridades de las políticas estructurales en la actual situación, como también se recoge en la actualización de las recomendaciones³.

Las recomendaciones para los países de la zona del euro destacan cinco retos en materia de política económica que exigen que se acelere la puesta en marcha de las reformas:

1. Aplicación de la legislación comunitaria sobre servicios financieros y profundización de la cooperación en la prevención, gestión y resolución de crisis

El impacto de la crisis financiera actual ha exigido un examen completo de los marcos de regulación y supervisión de los mercados financieros. En octubre del 2007, el Consejo ECOFIN acordó una lista de medidas que habrían de adoptarse en el 2008 a más tardar. Estas medidas se centraban en: (1) aumentar la transparencia; (2) mejorar los procesos de valoración, en particular de los instrumentos financieros complejos o ilíquidos; (3) fortalecer el funcionamiento del mercado, concretamente mediante el análisis del papel de las agencias de calificación crediticia y el modelo «originar para distribuir»; y (4) mejorar el marco prudencial y la gestión de riesgos de los bancos.

Desde una perspectiva reguladora, el foco de atención principal en la UE debería ser la aplicación puntual de las modificaciones de la Directiva de requerimientos de capital (DRC) que se refieren al régimen de grandes riesgos, al establecimiento de colegios supervisores, el aumento de la calidad del capital de los bancos, a la mejora de la gestión del riesgo de liquidez y al tratamiento de los riesgos derivados de la titulización. Se están debatiendo actualmente otras modificaciones de la DRC con respecto, entre otros asuntos, a los requerimientos de capital para la cartera de negociación, la titulización y la eliminación de las opciones y medidas discrecionales nacionales. Además, con vistas a someter a la adecuada regulación y supervisión a todas las instituciones, mercados e instrumentos que son sistémicamente relevantes o que tienen un papel fundamental en el funcionamiento del mercado, la Comisión Europea ya ha presentado propuestas para adoptar una regulación hecha a medida en relación con las agencias de calificación crediticia y ha anunciado iniciativas adicionales que tratan de los fondos de inversión libre (*hedge funds*) y de los mercados de derivados OTC.

1 Comunicación de la Comisión Europea para el Consejo Europeo: Un plan europeo de recuperación económica, 26 de noviembre de 2008.

2 Contribución del Consejo (ECOFIN) al Consejo Europeo de Primavera 2009: Recomendaciones integradas específicas para cada país.

3 Las recomendaciones se basan en las áreas prioritarias identificadas en las Directrices integradas para el crecimiento y el empleo para el período 2008-2010 y en los principios del Plan europeo de recuperación económica. Para información más detallada sobre las directrices integradas y sobre los retos de política económica a largo plazo, véase el recuadro titulado «La actualización del 2008 de las directrices integradas de la estrategia de Lisboa», en el Boletín Mensual de abril del 2008. Para las prioridades de política económica, véase el recuadro titulado «Políticas estructurales en tiempos de crisis», en el Boletín Mensual de diciembre del 2008.

La crisis actual ha puesto de manifiesto que, para ser efectivas, las intervenciones en materia de política económica han de ser coherentes a escala mundial. En este contexto, se debería lograr la coherencia con los trabajos realizados bajo los auspicios del G-20.

Un informe publicado por el grupo Larosière en febrero del 2009 destacaba, entre otros asuntos, la necesidad de fortalecer el marco de prevención de crisis con un sistema adecuado para seguir, señalar y abordar los riesgos macroprudenciales en una etapa temprana, así como de tratar los fallos de coordinación de las autoridades supervisoras que la crisis ha puesto de manifiesto. Más concretamente, se propone el establecimiento de un nuevo organismo, el Consejo de Riesgo Sistémico Europeo, que presidirá el presidente del BCE, bajo los auspicios y con el apoyo logístico de esta institución, además, el informe propone la transformación de los Comités de Nivel 3 en Organismos Europeos. En su comunicación de 4 de marzo de 2009, la Comisión Europea aprobó el núcleo central de las propuestas del grupo Larosière y anunció la presentación de un plan europeo de supervisión financiera antes de finales de mayo del 2009, con el fin de adoptar una decisión en el Consejo Europeo de junio.

2. Logro de la sostenibilidad de las finanzas públicas y contención de los desequilibrios macroeconómicos

La recesión económica ha producido un generalizado y acusado deterioro en los saldos presupuestarios de los países de la zona del euro y un aumento de la ratio de deuda de las Administraciones Públicas en relación con el PIB, debido en parte a importantes recapitalizaciones bancarias. Además, los avales públicos concedidos al sector bancario representan unos pasivos contingentes considerables. Además de esto, los importantes pasivos implícitos derivados del aumento proyectado del gasto relacionado con el envejecimiento de la población constituyen un riesgo adicional a la sostenibilidad a largo plazo de las finanzas públicas en muchos países de la zona del euro.

Para lograr la sostenibilidad fiscal, es esencial que las disposiciones del Tratado de la UE y del Pacto de Estabilidad y Crecimiento se apliquen en su totalidad, especialmente en lo que se refiere a los procedimientos de déficit excesivo para los países con déficits superiores al valor de referencia del 3% del PIB. Los países que se encuentran sujetos a tales procedimientos deben iniciar sin retraso el proceso de saneamiento de las finanzas públicas y asumir un compromiso creíble para la pronta vuelta a situaciones fiscales sólidas. La nueva fórmula para calcular los objetivos de medio plazo de los Estados miembros de la UE a la luz de la carga fiscal derivada del envejecimiento de la población, que se aplicará por primera vez a los programas de estabilidad y convergencia del 2009, debería permitir un enfoque ambicioso que tuviera en cuenta los pasivos implícitos relacionados con el coste del envejecimiento. Por último, la experiencia reciente muestra cómo los desequilibrios macroeconómicos contribuyen a la vulnerabilidad de los países frente a perturbaciones externas y subraya la necesidad de contener tales desequilibrios, entre otros factores, con la ayuda de políticas fiscales suficientemente firmes.

3. Mejora de la calidad de las finanzas públicas

La evidencia empírica disponible indica que la calidad de las finanzas públicas difiere significativamente de un país a otro y muestra que aún hay margen para mejorar la eficiencia⁴. Así pues, además de

4 Véase S. Deroose y C. Kastrop (eds.), «The Quality of Public Finances: Findings of the Economic Policy Committee Working Group (2004-2007)», Comisión Europea, Occasional Papers n.º 37, 2008.

mantener la orientación fiscal adecuada, las políticas presupuestarias pueden realizar una contribución importante al crecimiento económico y a la creación de empleo mediante la mejora de la calidad del gasto y la imposición públicos. Efectivamente, dada la escasez de recursos públicos, resulta esencial que los planes de gasto se lleven a cabo de una manera eficiente y eficaz, con el fin de mejorar la productividad, las perspectivas de crecimiento a largo plazo y la sostenibilidad fiscal. Algunas de las medidas fiscales adoptadas recientemente por los Gobiernos para hacer frente a la recesión económica (tales como el aumento del empleo público, los pagos de transferencias) corren el riesgo de no contribuir a la mejora de la calidad de las finanzas públicas, especialmente dado que puede resultar difícil volver a la situación anterior, con lo que contribuirían a crear distorsiones económicas que podrían inhibir el crecimiento a largo plazo.

4. Puesta en práctica de los «principios de flexicuridad», fomento de la movilidad laboral y mejor alineamiento del crecimiento salarial con la productividad, el empleo y la competitividad

Desde una perspectiva a más largo plazo, y sin tener en cuenta la debilidad actual, las reformas anteriores han contribuido a mejorar la situación del mercado de trabajo desde un punto de vista estructural. Varias de las recientes medidas nacionales relativas al mercado de trabajo, incluidos los recortes en la imposición sobre la rentas del trabajo y en las cotizaciones sociales para reducir las cuñas impositivas y, por lo tanto, mejorar los incentivos, apuntan también en la dirección correcta. Las recientes medidas para incrementar la flexibilidad en las horas trabajadas y para apoyar la reincorporación laboral también pueden ayudar a contener el aumento del desempleo y favorecer la recuperación⁵.

Una atención más decidida a medidas de política económica que aumenten la flexibilidad y la diferenciación salarial contribuiría a la recuperación y mejoraría el funcionamiento de los mercados de trabajo a largo plazo. Si bien las directrices exigen la aplicación de los principios de «flexicuridad», las reformas anteriores relacionadas con la flexibilidad del mercado no han sido lo suficientemente exhaustivas. A medida que la economía se recupere, los menores costes de despido, junto con medidas de apoyo a la reincorporación laboral, incrementarán también los incentivos de las empresas a contratar nuevos trabajadores. La negociación salarial debería lograr que los salarios reflejaran la productividad a nivel de empresa y que tuvieran en cuenta el desempleo y la competitividad. El aumento de la movilidad laboral transfronteriza facilitaría el ajuste. Dado el limitado margen de maniobra fiscal, debería darse ahora preferencia a las reformas regulatorias que no tengan costes presupuestarios directos.

5. Aumento de la flexibilidad y la competencia en los mercados de bienes y servicios, y profundización del mercado interior

El avance en las áreas de política económica que promueven el mercado interior y la competencia ha sido limitado durante los últimos años. La mayoría de las medidas nacionales relacionadas con la crisis financiera han estado encaminadas a estimular la demanda mediante el apoyo de las empresas, principalmente facilitando el acceso a la financiación a las pequeñas y medianas empresas, y con el aumento de la inversión pública⁶. Algunas medidas que se están debatiendo acerca de sectores concretos incluyen

⁵ Anexo a la Comunicación de la Comisión «Gestionar la recuperación europea», 4 de marzo de 2009.

⁶ Anexo a la Comunicación de la Comisión «Gestionar la recuperación europea», 4 de marzo de 2009.

elementos de política industrial que pueden obstaculizar la necesaria reestructuración económica, distorsionar la competencia y dificultar el funcionamiento del mercado interior. La orientación nacional de las medidas de política económica produce efectos de contagio pocos deseables entre los países, por lo que se requiere una detallada vigilancia en tiempo real de tales medidas.

Se tiene que dar ahora más importancia a las medidas de política económica que incrementen la competencia y la innovación. La aplicación plena de la Directiva de servicios probablemente mejore la competencia en los servicios. Unas nuevas reformas encaminadas a reducir los costes de entrada y a aumentar la competencia y la integración transfronteriza de los mercados incrementarán los incentivos para eliminar las ineficiencias y mejorará los resultados y la innovación. La conclusión satisfactoria de las negociaciones comerciales internacionales de la ronda de Doha contribuirá de forma significativa al logro de una economía internacional más integrada y abierta.

Los avances en materia de reformas han sido insuficientes. Si bien un número de medidas de política económica adoptadas recientemente apuntan en la dirección correcta, también hay medidas que pueden dificultar el funcionamiento del mercado interior y hacer retroceder algunas reformas anteriores basadas en los principios de una economía de mercado abierta. Especialmente en la situación actual, existe la necesidad clara de centrarse en la puesta en práctica de las reformas estructurales acordadas, alineando las medidas a corto plazo con las estrategias a largo plazo. Convendría aprovechar plenamente la oportunidad brindada por la crisis financiera para acelerar las reformas.

4.3 PERSPECTIVAS DE LA ACTIVIDAD ECONÓMICA

El ritmo de actividad en la zona del euro disminuyó de forma acusada en el segundo semestre del 2008 al trasladarse progresivamente las tensiones existentes en el sector financiero a la economía real. Los datos disponibles y los indicadores procedentes de las encuestas sugieren que la actividad económica en la zona del euro ha mantenido su debilidad a comienzos del 2009. Es probable que la actividad continúe siendo muy moderada hasta finales de año, pero se espera que se recupere gradualmente en el 2010. La notable caída observada en los precios de las materias primas desde el verano del 2008 está sosteniendo la renta real disponible y, por lo tanto, el consumo. Además, tanto la demanda exterior como la demanda interna deberían resultar favorecidas por los efectos de los importantes planes de estímulo macroeconómico que se han puesto en marcha, así como por las medidas adoptadas para restablecer el funcionamiento del sistema financiero dentro y fuera de la zona del euro. Los riesgos para estas perspectivas de crecimiento económico parecen estar, en general, equilibrados. Por una parte, podría haber efectos positivos mayores de lo previsto, debido al descenso de los precios de las materias primas y a las medidas de política económica adoptadas. Por otra parte, existe la preocupación de que las turbulencias observadas en los mercados financieros tengan un efecto mayor sobre la economía real, así como de que las presiones proteccionistas se intensifiquen y se produzca una evolución adversa en la economía mundial derivada de la corrección desordenada de los desequilibrios mundiales.

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

5.1 TIPOS DE CAMBIO

En los tres últimos meses, los mercados de divisas han seguido registrando notables oscilaciones en la mayoría de las principales monedas en un clima de considerable, aunque decreciente, volatilidad. En conjunto, en términos efectivos nominales, el euro se ha depreciado moderadamente desde finales del 2008.

TIPO DE CAMBIO EFECTIVO DEL EURO

El 1 de abril de 2009, el tipo de cambio efectivo nominal del euro —medido frente a las monedas de 21 socios comerciales importantes de la zona del euro— se situaba alrededor de un 1,5% por debajo de los niveles observados a finales del 2008 y en torno a un 1% por encima de la media de ese año (véase gráfico 32). La moderada depreciación del euro desde comienzos del 2009 refleja un debilitamiento frente al dólar estadounidense y la libra esterlina, que sólo se compensó, en parte, con una apreciación principalmente frente al franco suizo, el yen japonés, el zloty polaco y el forint húngaro.

El tipo de cambio efectivo nominal del euro ha seguido experimentando notables oscilaciones en los últimos tres meses. Concretamente, el euro se depreció en enero, al seguir actuando los factores transitorios que respaldaban al dólar estadounidense y materializarse la evidencia cada vez más clara de la gravedad de la recesión económica en la zona del euro (véase gráfico 32). El euro se estabilizó en febrero, en parte como consecuencia de las múltiples medidas de apoyo adoptadas por los gobiernos y las autoridades monetarias de todo el mundo, y repuntó en marzo en un contexto de relativa disminución de la fuerte aversión al riesgo observada desde finales del 2008.

DÓLAR ESTADOUNIDENSE/EURO

El euro comenzó a apreciarse frente al dólar a principios de marzo, y la apreciación cobró impulso al anunciar, el 18 de marzo, el Comité de Operaciones de Mercado Abierto de la Reserva Federal una serie de medidas adicionales, no convencionales, encaminadas a restablecer la confianza y la liquidez en los mercados financieros, incluida su intención de comprar valores del Tesoro a plazo más largo, por un

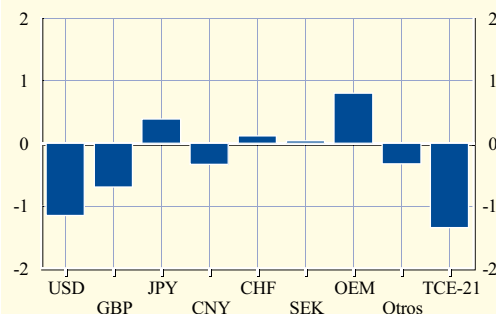
Gráfico 32 Tipo de cambio efectivo del euro y sus componentes¹⁾

(datos diarios)

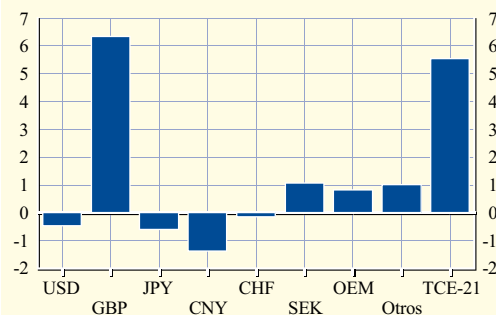
Índice: 1 1999 = 100



Contribuciones a las variaciones del TCE²⁾
Del 31 de diciembre de 2008 al 1 de abril de 2009
(en puntos porcentuales)



Contribuciones a las variaciones del TCE²⁾
Del 3 de enero de 2005 al 4 de abril de 2009
(en puntos porcentuales)



Fuente: BCE.

1) Un aumento del índice supone una apreciación del euro frente a las monedas de 21 socios comerciales importantes de la zona del euro y de todos los Estados miembros de la UE que no pertenecen a la zona del euro.

2) Se muestran las contribuciones a las variaciones del TCE-21 correspondientes a cada una de las monedas de los seis principales socios comerciales de la zona del euro. La categoría «Otros Estados miembros (OEM)» se refiere a la contribución agregada de las monedas de los Estados miembros que no pertenecen a la zona del euro (excepto la GBP y la SEK). La categoría «Otros» se refiere a la contribución agregada al índice TCE-21 de los otros seis socios comerciales de la zona del euro. Las variaciones se calculan aplicando a este índice las correspondientes ponderaciones por el comercio.

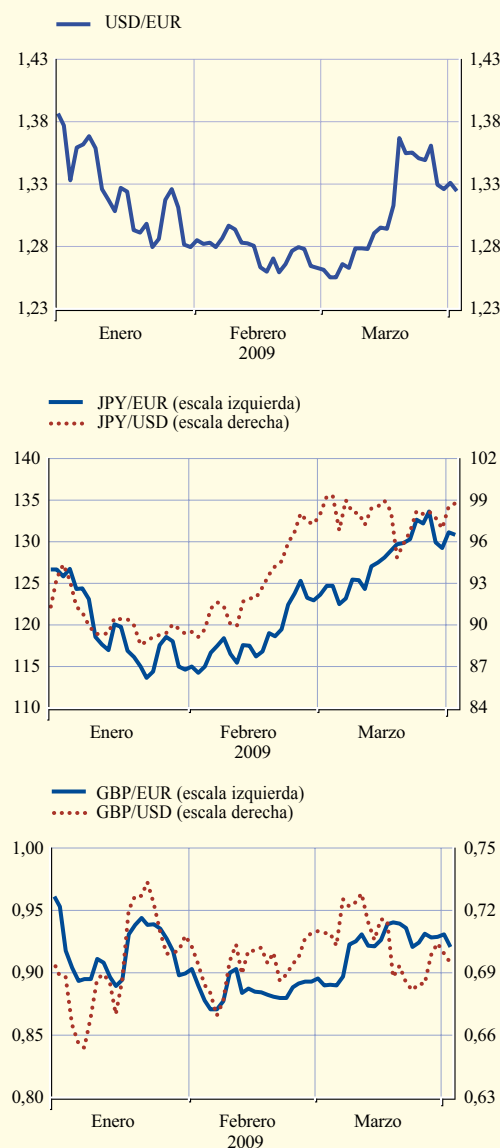
importe de hasta 300 mm de dólares. El 19 de marzo, el euro se había apreciado un 5%, en términos bilaterales, en relación con la cotización del 17 de marzo, como consecuencia del impacto a corto plazo de este anuncio. No obstante, en los días posteriores, esta rápida apreciación se revirtió en parte. El 1 de abril, el euro cotizaba a 1,32 dólares, es decir, todavía un 5%, aproximadamente, por debajo de los niveles observados a finales de diciembre y un 10% por debajo de la media del año 2008 (véase gráfico 33). La apreciación registrada en marzo siguió a un debilitamiento general en los dos primeros meses del 2009. En enero, el euro se depreció frente al dólar estadounidense en la medida en que los datos macroeconómicos publicados apuntaban a la necesidad de revisar nuevamente a la baja de forma significativa las perspectivas de crecimiento de la zona del euro. El ligero aumento de los diferenciales de la deuda pública en la zona del euro, posiblemente como consecuencia de la reevaluación, por los participantes en los mercados, de las perspectivas presupuestarias a medio plazo en varios países de la zona también podría haber afectado de forma negativa a la moneda única. Tras estabilizarse en febrero, el euro repuntó en marzo en un clima de señales cada vez más claras de que los mercados financieros estaban volviendo a la normalidad.

YEN JAPONÉS/EURO

A mediados de febrero, el euro comenzó a apreciarse frente al yen japonés. Esta tendencia continuó en marzo, en la medida en que el efecto negativo que tuvo sobre la moneda la acusada caída de la actividad económica en Japón en el último trimestre del 2008 se vio reforzado por las significativas revisiones de las perspectivas de crecimiento, que pusieron de manifiesto hasta qué punto la recesión económica mundial ha afectado al país. El 1 de abril de 2009, el euro cotizaba a 130,9 yenes, es decir, un 3,7% por encima del nivel observado a finales de diciembre (véase gráfico 33), pero todavía en torno a un 14% por debajo de la media del 2008. La reciente apreciación del euro frente al yen se ha producido tras un prolongado periodo de debilidad durante el segundo semestre del 2008 y enero del 2009. Los factores determinantes de la fortaleza generalizada del yen japonés tienen relación con un aumento de las percepciones de riesgo en los mercados financieros y con un estrechamiento de los diferenciales de tipos de interés entre las principales áreas económicas que, conjuntamente, han reducido el atractivo del yen como moneda de financiación de las posiciones de *carry trade*. El masivo y generalizado desapalancamiento de posiciones financieras pro-

Gráfico 33 Evolución de los tipos de cambio

(datos diarios)



Fuente: BCE.

vocado por las necesidades generales de liquidez y un recurso probablemente más intenso a la cobertura frente al riesgo de tipo de cambio, también podrían haber favorecido a la moneda japonesa hasta enero del 2009.

MONEDAS DE LOS ESTADOS MIEMBROS DE LA UE

En los tres últimos meses, la mayoría de las monedas que participan en el MTC II se han mantenido estables y han seguido cotizando frente al euro al tipo de cambio correspondiente a las respectivas paridades centrales o en torno a dichas paridades (véase gráfico 34). El lats letón se apreció en enero, situándose de forma transitoria en la zona más fuerte de su banda de fluctuación, pero posteriormente se depreció en febrero. A finales de marzo, el lats cotizaba casi un 1% por debajo de su paridad central en el MTC II.

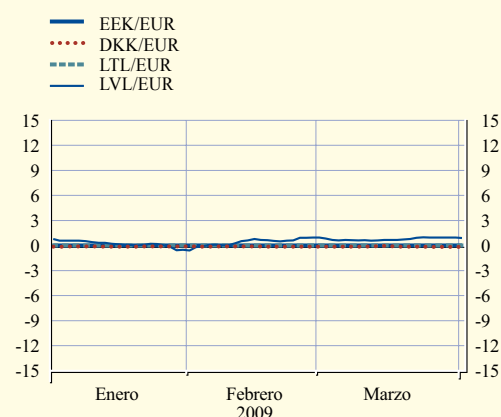
Por lo que respecta a las monedas de otros Estados miembros de la UE que no participan en el MTC II, a finales de febrero y principios de marzo, el euro se apreció frente a la libra esterlina ante una avalancha de evidencias que confirmaban la gravedad de la recesión que atraviesa actualmente el Reino Unido. El 1 de abril de 2009, el euro cotizaba a 0,92 libras, es decir, un 3,3% por debajo del nivel observado tres meses antes y un 15,5% por encima de la media del 2008. La reciente apreciación del euro frente a la libra se produce tras el debilitamiento registrado en enero, que siguió al máximo histórico de 0,98 libras por euro alcanzado el 29 de diciembre de 2008. Al parecer, la respuesta de los mercados a los niveles en torno a los que cotizaba la libra a finales del 2008 en relación con las medias históricas podría haber favorecido en cierta medida a la moneda británica en enero y a principios de febrero, a pesar de que el Banco de Inglaterra redujera de nuevo los tipos de interés oficiales en 50 puntos básicos el 9 de enero y de las señales cada vez más claras de debilidad del sector bancario del Reino Unido. El euro se ha apreciado alrededor de un 14% frente al forint húngaro y casi un 10 % frente al zloty polaco desde finales del 2008, aunque, en marzo, ambas monedas han recuperado parte del terreno perdido.

OTRAS MONEDAS

El rápido aumento de la volatilidad implícita de los tipos de cambio en el segundo semestre del 2008 y a principios del 2009 ha tenido un efecto significativo en la apreciación del tipo de cambio del franco suizo frente al euro al reducir el papel del franco como moneda de financiación de las operaciones de *carry trade*. Además, los participantes en el mercado han considerado al franco suizo como un refugio seguro durante las turbulencias financieras. El euro continuó depreciándose frente al franco suizo hasta los primeros días de marzo del 2009. Tras la reunión sobre política monetaria que celebró el Banco Nacional de Suiza el 12 de marzo y el anuncio de que intervendría en el mercado suizo de renta fija privada y en los mercados de divisas, el franco suizo se depreció de forma bastante significativa. El 1 de abril de 2009, el euro cotizaba a 1,51 francos suizos, es decir, alrededor de un 2% por encima de los valores observados a finales de diciembre y un 5% por debajo de la media del 2008. En los tres primeros meses del 2009, el euro se depreció en torno al 9% frente a la corona noruega, ya que, al parecer, los inversores buscaban un refugio seguro en los países que registraban superávit por cuenta corriente.

Gráfico 34 Evolución de los tipos de cambio en el MTC II

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



Fuente: BCE.

Nota: Una desviación positiva (negativa) de la paridad central frente al euro significa que la moneda se sitúa en la zona débil (fuerte) de la banda. Para la corona danesa, la banda de fluctuación es $\pm 2,25\%$; para todas las demás monedas, la banda de fluctuación estándar es $\pm 15\%$.

5.2 BALANZA DE PAGOS

La balanza por cuenta corriente de la zona del euro siguió registrando un aumento del déficit, que ascendió a 73,9 mm de euros (o, lo que es lo mismo, a un 0,8% del PIB) en el año transcurrido hasta enero del 2009. Este aumento tuvo su origen, principalmente, en un incremento del déficit del comercio de bienes. En la cuenta financiera, las mayores entradas de inversiones de cartera fueron el principal factor determinante del aumento registrado en el agregado de inversiones directas y de cartera que, en cifras acumuladas, se situó en 110,5 mm de euros en el año transcurrido hasta enero del 2009.

COMERCIO Y BALANZA POR CUENTA CORRIENTE

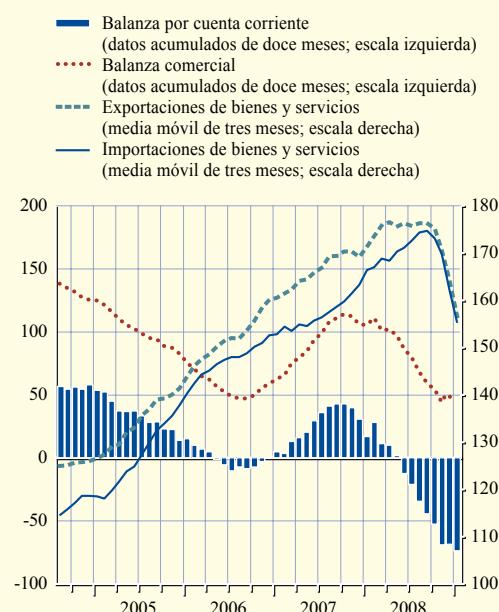
Continuando la tendencia de aumento generalizado, observada desde mediados del 2008, la balanza por cuenta corriente de la zona del euro registró, en el año transcurrido hasta enero del 2009, un déficit acumulado de 73,9 mm de euros (en cifras desestacionalizadas y ajustadas por días laborables), que corresponden a un 0,8% del PIB, frente al superávit de 17 mm de euros contabilizado un año antes. La evolución de la balanza por cuenta corriente de la zona del euro puede atribuirse, principalmente, a un cambio de signo, de superávit a déficit, de la balanza de bienes, aunque también cabe destacar otros dos factores: el paso de superávit a déficit de la balanza de rentas y el ligero descenso del superávit de la balanza de servicios. El deterioro del comercio de bienes, en el contexto del incremento del coste de las importaciones de petróleo durante el primer semestre del 2008 y la desaceleración de las exportaciones a escala mundial en el segundo semestre del año, elevaron el déficit de la balanza de bienes a 6,6 mm de euros en el año transcurrido hasta enero del 2009, en comparación con el superávit de 49,5 mm de euros registrado un año antes (véase gráfico 35).

Por lo que respecta a la evolución más reciente, la contracción de las exportaciones y de las importaciones de bienes de la zona del euro se intensificó en los tres meses transcurridos hasta enero del 2009, registrándose caídas, en términos nominales, del 12,4% y del 11,5%, respectivamente. En comparación, la contracción en los tres meses transcurridos hasta octubre del 2008 fue del 1,2% para las exportaciones y del 0,3% en el caso de las importaciones (véase cuadro 7).

La desagregación del comercio de bienes en volúmenes y precios, disponible hasta diciembre del 2008, indica que la fuerte desaceleración observada se debió, principalmente, a una caída en términos reales. El crecimiento de las exportaciones reales de bienes ya había comenzado a contraerse en el segundo trimestre del 2008 y el proceso se aceleró de forma acusada en el último trimestre del año. El descenso observado es atribuible, en gran medida, al debilitamiento de la demanda mundial y, a partir de septiembre del 2008, al deterioro de las condiciones de financiación del comercio a escala mundial. La caída de las importaciones en términos nominales en el último trimestre del 2008 se debió al descenso

Gráfico 35 Balanza por cuenta corriente y balanza comercial de la zona del euro

(mm de euros; datos mensuales; datos desestacionalizados)



Fuente: BCE.

tanto de los volúmenes como de los precios de importación, fundamentalmente como resultado de la bajada de los precios del petróleo y otras materias primas y de la reducción de la demanda interna.

Si bien el crecimiento negativo de los precios de importación en el último trimestre del 2008 se debió a la caída de los precios del petróleo, en cifras acumuladas de doce meses, la subida de los precios del petróleo y de otras materias primas sigue siendo la causa principal del crecimiento de las importaciones nominales. En conjunto, el déficit del comercio de petróleo se elevó a 216,6 mm de euros en los doce meses transcurridos hasta noviembre del 2008, frente a los 172,2 mm de euros contabilizados para el mismo período un año antes.

La distribución geográfica del comercio de bienes de la zona del euro muestra que, en el último trimestre del 2008, las exportaciones reales de la zona del euro a Estados Unidos, Reino Unido, Asia y los Estados miembros que se incorporaron a la Unión Europea a partir del 2004 se redujeron en comparación con el trimestre anterior. A pesar de la disminución de los ingresos provenientes del petróleo, como consecuencia de la caída de los precios del crudo, el crecimiento de las exportaciones reales a los países de la OPEP siguió siendo bastante vigoroso. Por categorías amplias de bienes, los descensos más nota-

Cuadro 7 Principales partidas de la balanza de pagos de la zona del euro

(datos desestacionalizados, salvo indicación en contrario)

			Media móvil de tres meses Período que finalizó en				Acumulado de 12 meses Período que finalizó en	
	2008 Dic	2009 Ene	2008 Abr	2008 Jul	2008 Oct	2009 Ene	2008 Ene	2009 Ene
<i>mm de euros</i>								
Cuenta corriente	-7,6	-12,7	-0,3	-4,7	-7,6	-12,0	17,0	-73,9
Bienes	-0,1	-2,3	3,0	-0,6	-1,8	-2,9	49,5	-6,6
Exportaciones	116,0	111,0	134,3	134,5	132,9	116,4	1.524,7	1.554,1
Importaciones	116,1	113,3	131,2	135,1	134,7	119,2	1.475,2	1.560,7
Servicios	4,7	4,6	5,1	3,7	3,8	4,2	56,1	50,3
Exportaciones	39,8	39,6	42,3	41,2	42,3	40,3	493,5	498,1
Importaciones	35,0	35,0	37,2	37,6	38,5	36,0	437,4	447,9
Rentas	-4,3	-4,2	-0,6	-0,9	-2,1	-4,1	5,3	-23,1
Transferencias corrientes	-8,0	-10,8	-7,9	-6,8	-7,5	-9,2	-93,9	-94,4
Cuenta financiera ¹⁾	6,9	54,2	6,8	31,0	26,3	22,2	8,8	258,7
Total inversiones directas y de cartera netas	-4,8	-22,8	-21,3	14,3	53,7	-9,8	19,8	110,5
Inversiones directas netas	15,9	-19,5	-21,7	-13,3	-14,7	-29,2	-148,1	-236,7
Inversiones de cartera netas	11,1	-3,3	0,3	27,5	68,4	19,4	167,9	347,1
Acciones y participaciones	23,3	-51,7	4,6	-1,0	-15,7	2,5	28,8	-28,5
Valores distintos de acciones	-12,2	48,4	-4,2	28,5	84,0	16,9	139,0	375,6
Bonos y obligaciones	-13,3	20,8	3,1	23,3	20,0	9,7	198,1	168,4
Instrumentos del mercado monetario	1,1	27,6	-7,3	5,2	64,0	7,2	-59,1	207,3
<i>Variaciones porcentuales sobre el período anterior</i>								
Bienes y servicios								
Exportaciones	-4,7	-3,3	3,0	-0,5	-0,3	-10,6	9,0	1,7
Importaciones	-9,1	-1,9	1,2	2,5	0,3	-10,3	6,9	5,0
Bienes								
Exportaciones	-4,9	-4,3	4,1	0,2	-1,2	-12,4	8,3	1,9
Importaciones	-9,5	-2,4	1,6	3,0	-0,3	-11,5	6,1	5,8
Servicios								
Exportaciones	-4,2	-0,4	-0,3	-2,4	2,6	-4,8	11,5	0,9
Importaciones	-8,1	-0,0	-0,3	1,1	2,4	-6,3	9,8	2,4

Fuente: BCE.

Nota: Pueden producirse discrepancias, debido al redondeo.

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

bles de las exportaciones reales en el último trimestre del 2008 corresponden a los bienes intermedios, mientras que la caída de las importaciones reales afectó, en particular, a los bienes de capital, como consecuencia de la desaceleración general de la actividad económica mundial y también por la elevada intensidad en importaciones de los bienes de inversión.

En lo que respecta a los otros componentes de la balanza por cuenta corriente, el superávit de la balanza de servicios se redujo a 50,3 mm de euros en el año transcurrido hasta enero del 2009, desde los 56,1 mm de euros contabilizados un año antes. Al mismo tiempo, la balanza de rentas se redujo en 28,4 mm de euros, pasando de un superávit de 5,3 mm de euros en el período de doce meses transcurrido hasta enero del 2008 a un déficit de 23,1 mm de euros en los doce meses transcurridos hasta enero del 2009. Este cambio de signo tuvo, en gran medida, su origen en el aumento de los pagos por rentas a no residentes en la zona del euro. Por su parte, el déficit de la balanza de transferencias corrientes aumentó ligeramente, de 93,9 mm de euros en el año transcurrido hasta enero del 2008 a 94,4 mm de euros un año después.

CUENTA FINANCIERA

En los doce meses transcurridos hasta enero del 2009, el agregado de inversiones directas y de cartera registró un notable incremento de las entradas netas, que ascendieron a 110,5 mm de euros, frente a las entradas netas de 19,8 mm de euros contabilizadas un año antes (véase gráfico 36). Este incremento tuvo su origen, principalmente, en un aumento de las entradas netas de inversiones de cartera, como consecuencia, sobre todo, del aumento de las inversiones netas en instrumentos del mercado monetario. El entorno de fuerte aversión al riesgo y la falta de liquidez que prevalecieron tras la profundización de las turbulencias financieras en septiembre del 2008, llevaron a los inversores, tanto residentes como no residentes a repatriar fondos y a diversificar sus inversiones en activos más líquidos, como los instrumentos del mercado monetario. Concretamente, las entradas netas de este tipo de instrumentos se elevaron hasta 207,3 mm de euros en los doce meses transcurridos hasta enero del 2009, frente a las salidas netas de 59,1 mm de euros registradas un año antes. En septiembre y octubre del 2008, las entradas netas en esta categoría de instrumentos financieros alcanzaron los niveles máximos observados desde 1999. El mayor sesgo nacional también parece ser un factor determinante, ya que los flujos de inversión directa registraron un retroceso en los doce meses transcurridos hasta enero del 2009, tanto en el lado del activo como del pasivo. No obstante, el descenso de las inversiones netas realizadas por extranjeros en la zona del euro fue mayor que la contracción de las inversiones de la zona del euro en el exterior.

Por lo que respecta a la evolución más reciente, el agregado de inversiones directas y de cartera registró, en promedio, salidas netas mensuales por importe de 9,8 mm de euros en los tres meses transcurridos hasta enero, frente a las entradas netas de 53,7 mm de euros contabilizadas en el período de tres meses anterior (véase cuadro 7). Este cambio de signo guarda relación, principalmente, con el descenso de las entradas netas de inversiones de cartera y, en particular, de instrumentos del mercado monetario.

Gráfico 36 Total de inversiones directas y de cartera de la zona del euro

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



Fuente: BCE.