

EVOLUCIÓN ECONÓMICA Y MONETARIA

I ENTORNO EXTERIOR DE LA ZONA DEL EURO

Aunque la economía mundial continúa enfrentándose a una severa recesión, los indicadores recientes apuntan a una desaceleración del ritmo de deterioro de la actividad económica. Al mismo tiempo, las presiones inflacionistas mundiales se han ido reduciendo con rapidez, debido a efectos de base que tienen su origen en un descenso de los precios de las materias primas, un debilitamiento de la situación de los mercados de trabajo y un mayor grado de atonía de la economía mundial.

1.1 EVOLUCIÓN DE LA ECONOMÍA MUNDIAL

Aunque la economía mundial continúa enfrentándose a una severa recesión, los indicadores recientes apuntan a una desaceleración del ritmo de deterioro de la actividad económica. En marzo, el Índice general de directores de compras (PMI en sus siglas en inglés) señalaba unas tasas de contracción más lentas para la producción manufacturera y la actividad del sector servicios. En general, las cifras del índice de producción media correspondientes al primer trimestre del 2009 se situaban ligeramente por encima del mínimo histórico del trimestre anterior. Las tasas de contracción de la producción manufacturera se suavizaron aún más en abril.

Las presiones inflacionistas mundiales se han ido reduciendo con rapidez, debido a efectos de base que tienen su origen en un descenso de los precios de las materias primas, un debilitamiento de la situación de los mercados de trabajo y un mayor grado de atonía de la economía mundial. En los países de la OCDE, la inflación general medida por el IPC aumentó un 0,9% en el año transcurrido hasta marzo del 2009, en comparación con el 1,3% del mes anterior. Excluidos la energía y los alimentos, la inflación interanual medida por el IPC se incrementó un 1,8% en marzo. El índice general de precios de los consumos intermedios de la encuesta a directores de compras se redujo aún más en marzo, señalando así un nuevo deterioro de los costes. En abril, aumentó el índice general de precios de los consumos intermedios del sector manufacturero, aunque se mantuvo en un mínimo histórico, lo que sugiere nuevas caídas de los costes en dicho sector (véase gráfico 1).

ESTADOS UNIDOS

En Estados Unidos, se mantuvo la atonía de la actividad económica. La economía siguió contrayéndose en el primer trimestre del 2009, aunque la evidencia reciente apunta a una desaceleración del ritmo de deterioro. Las estimaciones preliminares indican que el PIB real se redujo un 6,1% en tasa anualizada en el primer trimestre del 2009, frente al 6,3% del trimestre anterior. Si bien el gasto en consumo personal, mayor de lo previsto, limitó esta caída, la contracción de la inversión privada en capital fijo y los flujos comerciales experimentaron una aceleración. Además, la rápida tasa de liquidación de las existencias redujo el crecimiento del PIB en 2,8 puntos porcentuales. De cara al futuro, las perspectivas del gasto en consumo se ven ensombrecidas por el acusado deterioro de las condicio-

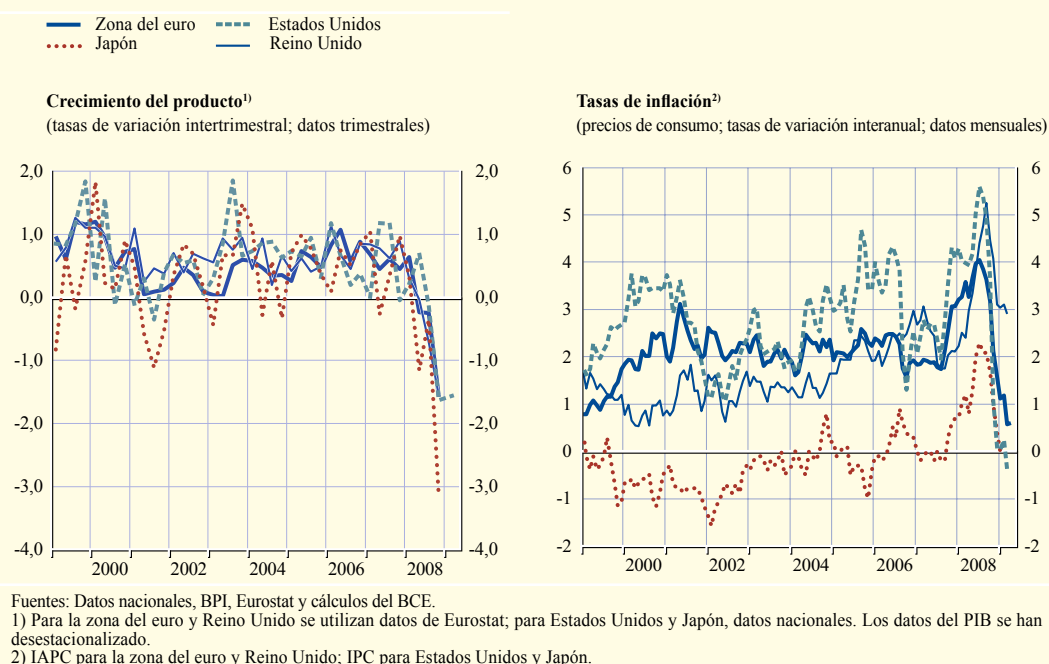
Gráfico 1 Evolución de los precios internacionales

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



Fuentes: OCDE y Markit.

Gráfico 2 Principales indicadores de las economías más industrializadas



nes del mercado de trabajo y los efectos negativos sobre la riqueza. El comportamiento de las exportaciones también ha sido insatisfactorio, debido a una ralentización del comercio internacional y al descenso de la actividad económica en otros países. En este contexto, la caída de los precios de las materias primas, unida a las notables medidas de política adoptadas para estimular la economía deberían respaldar hasta cierto punto la actividad económica (véase, en el recuadro 1, una descripción del impacto potencial de la caída de los precios del petróleo en el segundo semestre del 2008 sobre la balanza por cuenta corriente de algunas economías). Además, de cara al futuro, la acusada corrección a la baja de las existencias acumuladas podría considerarse una señal positiva para las perspectivas de una gradual recuperación.

Por lo que respecta a la evolución de los precios, el IPC se redujo un 0,4% en el año transcurrido hasta marzo del 2009, siendo ésta la primera caída interanual observada desde 1955. Esta evolución refleja fuertes efectos de base derivados de la caída de los precios de las materias primas. La mayor atonía de la economía debería limitar las presiones al alza de los precios en el futuro. La tasa de inflación interanual, excluidos la energía y los alimentos, se situó en el 1,8% en marzo, sin variación con respecto al mes anterior.

El 29 de abril, 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 en mayor medida el funcionamiento de los mercados financieros y mejorar las condiciones de concesión de créditos, la Reserva Federal manifestó su intención de seguir recurriendo a políticas monetarias no convencionales basándose en el tamaño y la composición de su balance.

Recuadro I

EFFECTOS DE LA CAÍDA DEL PRECIO DEL PETRÓLEO EN LA BALANZA POR CUENTA CORRIENTE DE ALGUNAS ECONOMÍAS

La caída de los precios del petróleo y de otras materias primas ha influido significativamente en la dinámica del ajuste de la balanza por cuenta corriente mundial. Tras alcanzar un máximo de 136 dólares estadounidenses por barril en julio del 2008, los precios del petróleo han bajado desde entonces más de un 60%, hasta situarse en torno a 50 dólares por barril. Al mismo tiempo, los saldos comerciales del petróleo de las principales economías industrializadas han mejorado considerablemente y se han reducido los déficit por cuenta corriente. En este contexto, se presentan a continuación algunas estimaciones del ahorro neto que podrían obtener las principales economías importadoras de petróleo (incluidas la zona del euro y las dos economías que registran mayores desequilibrios por cuenta corriente en términos nominales: Estados Unidos y China) como consecuencia de la reciente caída de los precios del petróleo. El análisis se centra en dos formas en las que dicha caída podría afectar al ahorro neto de las economías importadoras de petróleo: i) directamente, suponiendo que el volumen de sus importaciones se mantenga estable a corto plazo y, ii) indirectamente, ya que las exportaciones reales de bienes de los países importadores de petróleo se reducen como resultado de la caída de la demanda de importaciones en los países exportadores de petróleo, al disminuir los ingresos provenientes de las exportaciones de crudo^{1,2}. El primero de estos efectos tiende a mejorar el saldo de la balanza por cuenta corriente de los países importadores de petróleo, mientras que el segundo tiende a deteriorarlo.

Efectos directos e indirectos

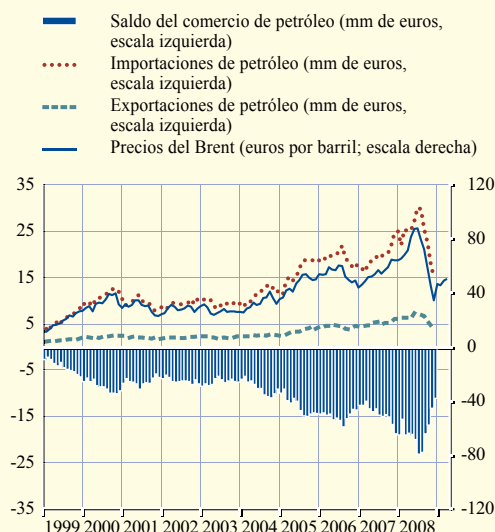
Las economías que registran el mayor volumen de importaciones de petróleo son las que más se beneficiarán del efecto directo de la caída de los precios del petróleo ya que, en el corto plazo, los saldos netos del petróleo de dichas economías probablemente reaccionarán de forma proporcional al descenso de los precios (véase el gráfico). Así pues, Estados Unidos y la zona del euro, cuyas importaciones netas de petróleo alcanzaron un valor de alrededor de 386 mm de dólares y de 217 mm de euros (337 mm de dólares), respectivamente, en el 2008, serán las más beneficiadas (véase cuadro A).

1 El análisis excluye cualquier otra variación relativa en volúmenes o precios que pudiera afectar a la relación real de intercambio y a los tipos de cambio reales.

2 A los efectos de este trabajo, se consideran países exportadores de petróleo Noruega, Rusia y los países miembros de la OPEP excluido Irak.

Precios del petróleo y saldo del comercio de petróleo de la zona del euro

(datos mensuales)



Fuente: BCE.

Nota: Datos desestacionalizados y ajustados por días laborables; las observaciones más recientes corresponden a diciembre del 2008, salvo las relativas al precio del Brent (abril del 2009).

Cuadro A Importaciones netas de petróleo y exportaciones de bienes a las economías exportadoras de petróleo

	Importaciones netas de petróleo en el 2008		Importaciones netas de petróleo estimadas a 50 USD el barril		Exportaciones de bienes a países exportadores de petróleo en el 2007	
	mm de USD	% del PIB	mm de USD	% del PIB	mm de USD	% del PIB
Zona del euro	337	2,4	167	1,2	191	1,6
Estados Unidos	386	2,7	208	1,5	60	0,4
China	135	3,2	69	1,6	78	2,4
Resto del mundo	587	-	301	-	382	-
Total	1.445	-	746	-	711	-

Fuente: Estimaciones de los expertos del BCE basadas en datos del BCE, Perspectivas de la Economía Mundial (FMI) y Direction of Trade Statistics (FMI).

Nota: El precio medio del barril de crudo en el 2008 fue de 103 dólares estadounidenses.

Al mismo tiempo, el efecto indirecto de la caída del precio del petróleo sobre las exportaciones reales de bienes tendrá un impacto mayor en las economías que exportan un volumen de bienes relativamente grande a los países exportadores de petróleo, ya que la demanda de importaciones probablemente se reducirá en estos últimos. Entre esas economías, se encuentra la zona del euro, aunque el valor en euros de las exportaciones de bienes de la zona a los países exportadores de petróleo sólo asciende a unos dos tercios de su factura total del petróleo (véase cuadro A).

Efectos combinados

El efecto combinado de la caída de los precios del petróleo sobre la balanza por cuenta corriente se estima sumando los efectos directo e indirecto. El efecto indirecto se simula considerando diversos grados de ajuste a la demanda de importaciones de los países exportadores de petróleo. Tomando como referencia un precio medio del crudo de 50 dólares estadounidenses el barril, los ingresos de estos países se reducirían en unos 700 mm de dólares. Las consecuencias de una caída de los precios del petróleo para el ahorro neto de los países importadores se simulan utilizando cuatro escenarios. En lo que respecta a las importaciones de los países exportadores de petróleo, podría ocurrir (a) que no se reduzcan las importaciones (lo que representaría el límite superior de las «ganancias» que podrían obtener los importadores); (b) que las importaciones se reduzcan en el equivalente a un 20% del descenso de los ingresos provenientes de las exportaciones de crudo (basándose en la evidencia empírica de la respuesta asimétrica de la demanda de importaciones de los exportadores de petróleo a las variaciones positivas y negativas de los ingresos provenientes del petróleo); (c) que las importaciones se reduzcan en el equivalente a un 60% de dichos ingresos (lo que representaría un escenario conservador respecto a las «ganancias» potenciales de los importadores de petróleo), o (d) que la reducción de las importaciones sea igual al 100% del descenso de los ingresos provenientes de las exportaciones del petróleo (es decir, el «peor escenario posible», en el que el descenso de las exportaciones nominales de petróleo se traduce, unidad por unidad, en una reducción de la demanda de importaciones de los países exportadores). El escenario (b) se basa en estimaciones internas del BCE, que indican que un descenso de los precios del petróleo tiende a traducirse en una reducción de las importaciones de los países exportadores de petróleo de alrededor del 20% del descenso de los ingresos petroleros, mientras que la reacción correspondiente ante una subida de los precios del cru-

- 3 La magnitud de la caída de la demanda de importaciones en los escenarios (b) y (c) se basa en los coeficientes de la regresión en panel de doce países exportadores de petróleo entre 1980 y el 2008, que sugiere que, en períodos de aumento de los precios del petróleo, el incremento de la demanda de importaciones en los países exportadores de petróleo absorbe alrededor del 63% de los ingresos adicionales, mientras que, en períodos de caída de los precios, la demanda de importaciones de dichos países se reduce tan sólo en un equivalente al 19% del descenso de los ingresos provenientes del petróleo.

Cuadro B Ahorro neto estimado de los efectos combinados de un descenso de las importaciones nominales de petróleo y de las exportaciones de bienes a los países exportadores de petróleo

Reacción de las importaciones: en porcentaje del descenso de los ingresos petroleros	Escenario (a) Ninguna 0%		Escenario (b) Débil 20%		Escenario (c) Fuerte 60%		Escenario (d) Total 100%	
	mm de USD	% del PIB	mm de USD	% del PIB	mm de USD	% del PIB	mm de USD	% del PIB
Zona del euro								
1) Efecto directo	170	(1,2)	170	(1,2)	170	(1,2)	170	(1,2)
2) Efecto indirecto	0	(0,0)	-37	(-0,3)	-121	(-0,9)	-192	(-1,4)
Efecto combinado (1+2)	170	(1,2)	134	(0,9)	49	(0,3)	-22	(-0,2)
United States								
1) Efecto directo	190	(1,3)	190	(1,3)	190	(1,3)	190	(1,3)
2) Efecto indirecto	0	(0,0)	-11	(-0,1)	-36	(-0,2)	-57	(-0,4)
Efecto combinado (1+2)	190	(1,3)	179	(1,2)	154	(1,1)	133	(0,9)
China								
1) Efecto directo	66	(1,4)	66	(1,4)	66	(1,4)	66	(1,4)
2) Efecto indirecto	0	(0,0)	-15	(-0,3)	-49	(-1,0)	-78	(-1,6)
Efecto combinado (1+2)	66	(1,4)	51	(1,1)	17	(0,3)	-12	(-0,3)

Fuente: Estimaciones de los expertos del BCE basadas en datos de Perspectivas de la Economía Mundial, FMI.

do es de un aumento de las importaciones del 60%, aproximadamente³. Esta última reacción se incluye como escenario (c) a fin de ofrecer un amplio espectro de impactos potenciales.

Estos efectos combinados se resumen en el cuadro B, suponiendo que la reducción de las importaciones, por parte de los países exportadores de petróleo, se distribuyera conforme a la participación de sus socios comerciales en las importaciones totales de bienes (es decir, un 27%, un 11% y un 8%, respectivamente, para la zona del euro, China y Estados Unidos)⁴. El escenario extremo, es decir, que no se produjera un ajuste de la demanda de importaciones de los países exportadores de petróleo implica un notable ahorro neto para todas las economías importadoras de petróleo, que se situaría entre el 1,3% y el 1,4% del PIB en el caso de Estados Unidos y China, y en el 1,2% del PIB en el caso de la zona del euro, habida cuenta de que su participación en las importaciones netas de petróleo es relativamente menor. Los escenarios (b) y (c), que se basan en reducciones de las importaciones de alrededor del 20% y del 60%, todavía entrañan un significativo ahorro neto para las tres regiones, que se situaría entre el 0,9% y el 1,2% del PIB si se materializara el escenario más favorable, pero que se reduciría hasta el 0,3% en el caso de la zona del euro si la demanda de importaciones de los países exportadores de petróleo sufriese un ajuste de mayor envergadura. La mayor sensibilidad del ahorro neto (como consecuencia de una caída de los precios del petróleo) de la zona del euro y de China frente a un ajuste de la demanda de importaciones de los países exportadores de crudo refleja la mayor importancia de estos países como socios comerciales de estas economías en comparación con Estados Unidos. Así pues, en el escenario extremo, aunque altamente improbable, de que la demanda de importaciones de los países exportadores de petróleo se ajuste totalmente en respuesta al descenso de sus ingresos petroleros, el ahorro implícito podría tornarse negativo en el caso de la zona del euro y China.

Si bien este análisis sugiere que el ahorro neto resultante de un descenso de los precios del petróleo podría ser sustancial, también hay que tener en cuenta otros factores susceptibles de afectar al grado en que dicho descenso podría beneficiar a la zona del euro y a otros importadores de petróleo. En primer lugar, el efecto

4 La participación en el comercio se basa en los flujos del comercio bilateral del año 2007, último año completo para el que se dispone de datos.

implícito sobre el ahorro neto depende en su totalidad del supuesto de que el precio del petróleo se sitúe en 50 dólares por barril y, si los precios se recuperan a lo largo del año, podría ser distinto al que se estima aquí. En segundo lugar, el análisis se centra en el efecto que la caída del precio del petróleo podría tener sobre el ahorro neto, y no aborda otros factores que afectan a la cuenta corriente de la balanza de pagos, como las variaciones de los tipos de cambio y de otros precios relativos. No obstante, lo fundamental del análisis es que el ahorro neto que supone para las economías importadoras de petróleo probablemente sea sustancial, incluso aunque los países exportadores de petróleo reaccionen reduciendo notablemente su demanda de importaciones. El motivo principal es que, en el 2008, las exportaciones de petróleo superaron ampliamente la demanda de importaciones de los principales países exportadores de petróleo.

JAPÓN

En Japón, la situación económica siguió deteriorándose. La encuesta Tankan del Banco de Japón sobre la evolución del clima empresarial registró un mínimo histórico para las grandes empresas del sector manufacturero, como consecuencia del desplome de las exportaciones y de los efectos de contagio a la economía interna. No obstante, la confianza de los consumidores aumentó en marzo por primera vez desde que, en diciembre del 2008, registrara un mínimo histórico. Al mismo tiempo, la contracción del comercio se ha desacelerado ligeramente, con una caída de las exportaciones del 45,6%, en tasa interanual, en marzo del 2009, frente al 49,4% de febrero, y una caída de las importaciones del 36,7%, en tasa interanual, en marzo, frente al 43% del mes anterior.

La inflación medida por los precios de consumo continuó reduciéndose en marzo, arrastrada por la mayor atonía económica. En conjunto, la inflación medida por el IPC bajó hasta el -0,3% en marzo, frente al -0,1% de febrero. Excluidos la energía y los alimentos, la inflación se mantuvo en valores negativos en marzo (-0,3%), mientras que, excluidos los alimentos frescos, se tornó negativa situándose, en marzo, en -0,1%.

En su reunión de 30 de abril de 2009, el Banco de Japón decidió mantener sin variación, en torno al 0,1%, el objetivo de los préstamos a un día sin garantía.

REINO UNIDO

En el Reino Unido, los indicadores más recientes confirman las expectativas actuales de que, en el 2009, se registrará una pronunciada recesión. Según las estimaciones provisionales, el PIB real experimentó una contracción del 1,9% (en tasa intertrimestral) en el primer trimestre del 2009, sobrepasando así la expectativa del 1,5%. El descenso fue especialmente acusado en la actividad del sector manufacturero, que se redujo un 6,2% durante el mismo período. En los últimos meses, la confianza ha caído tanto en el sector servicios como en el sector industrial, mientras que la confianza de los consumidores y del comercio al por menor aumentó ligeramente en febrero y marzo. El índice Halifax de precios de la vivienda mantuvo su tendencia descendente con una caída del 17,5%, en tasa interanual, en marzo. Se prevé que el prolongado descenso de los precios de los inmuebles, sumado al debilitamiento de la demanda agregada y a las crecientes dificultades para acceder a la financiación externa, reducirá la inversión empresarial. Se espera que la demanda exterior neta contribuya positivamente al crecimiento del PIB, como consecuencia de la notable depreciación de la libra esterlina. La inflación interanual, medida por el IAPC, se redujo en marzo hasta el 2,9% y se prevé que se sitúe por debajo del objetivo del 2% a lo largo del 2009. El 7 de mayo, el Comité de Política Monetaria del Banco de Inglaterra decidió mantener sin variación, en el 0,5%, el tipo de cambio oficial e incrementar en 50 mm de libras esterlinas, hasta un total de 125 mm de libras, la cuantía de su programa de compras de activos.

OTROS PAÍSES EUROPEOS

En la mayoría de los otros Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro, la actividad económica fue débil en el primer trimestre del 2009. La inflación se redujo en casi todos los países en marzo. En Suecia, el PIB experimentó una contracción del 2,4%, en tasa intertrimestral, en el cuarto trimestre del 2008, debido a las condiciones financieras más restrictivas, al debilitamiento de la demanda externa y a una mayor cautela por parte de los hogares. Estos factores también están moderando la actividad económica en Dinamarca, que registró una contracción del producto del 2% en el cuarto trimestre del 2008. Los indicadores de actividad a corto plazo apuntan a un nuevo debilitamiento de la actividad económica en ambos países. En los últimos meses, la inflación, medida por el IAPC, se ha mantenido en niveles bajos en estos dos países, reduciéndose, en marzo, hasta el 1,9% en Suecia y hasta el 1,6% en Dinamarca. El 2 de abril de 2009, el Danmarks Nationalbank decidió rebajar su principal tipo de interés oficial en 25 puntos básicos, hasta el 2%. El 20 de abril, el Sveriges Riksbank decidió recortar el tipo de interés de las operaciones dobles en 0,5 puntos porcentuales, hasta el 0,5%.

En Hungría, la economía experimentó una contracción del 1,2%, en tasa intertrimestral, en el cuarto trimestre del 2008. En el mismo período, el crecimiento del PIB real también se redujo un 0,9%, en tasa intertrimestral, en la República Checa. Asimismo, la actividad económica registró una acusada caída, hasta el 2,9% en tasa interanual, en Rumanía en el cuarto trimestre del 2008, como resultado de una fuerte contracción en tasa intertrimestral. La actividad económica resistió mejor en Polonia, en donde el crecimiento intertrimestral siguió siendo positivo (0,3%) en el cuarto trimestre del 2008, debido a que la demanda interna continuó creciendo de forma más sólida que en otros países de la región. Los indicadores a corto plazo sugieren que la actividad económica seguirá siendo débil en todos los países. Las tasas de inflación interanual, medidas por el IAPC, repuntaron ligeramente en marzo, hasta el 1,7% en la República Checa y hasta el 4% en Polonia, pero se redujeron hasta el 2,8% en Hungría y hasta el 6,7% en Rumanía.

ECONOMÍAS EMERGENTES DE ASIA

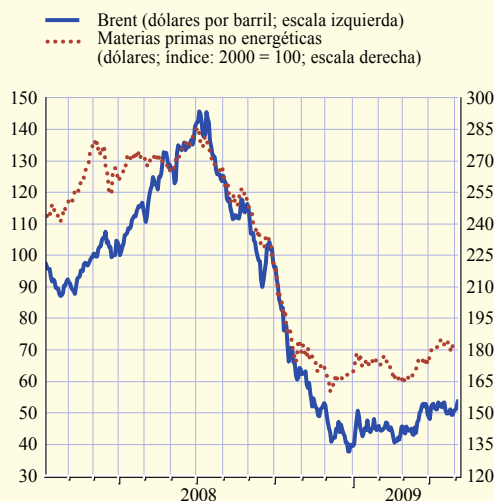
Los datos provisionales indican que la actividad económica fue débil en la mayoría de las economías emergentes de Asia en los primeros meses del 2009. No obstante, los indicadores más recientes muestran que en los países que ya habían experimentado una caída en el 2008, el declive económico ha comenzado a desacelerarse y que, en algunos casos, la actividad parece incluso haber repuntado. Concretamente, el comercio exterior parece haberse estabilizado aunque en niveles bajos. Sin embargo, se prevé que los efectos negativos de segunda vuelta de la crisis mundial, tales como el aumento del desempleo y los negativos efectos sobre la riqueza, serán un obstáculo para la recuperación en los próximos meses. La inflación, medida por los precios de consumo, se ha moderado aún más en la mayoría de los países.

En China, el crecimiento interanual del PIB real se redujo hasta el 6,1% en el primer trimestre del 2009, desde el 6,8% registrado en el último trimestre del 2008. Sin embargo, según estimaciones no oficiales, el crecimiento experimentó una ligera aceleración en cifras intertrimestrales durante los primeros meses de este año. Aunque la demanda externa sigue siendo débil, las políticas de estímulo adoptadas por las autoridades han impulsado considerablemente el crecimiento de la inversión. La inversión en capital fijo en las zonas urbanas aumentó un 30%, en tasa interanual, en el primer trimestre del 2009. Además, las cifras disponibles sugieren que el consumo interno ha resistido sorprendentemente bien hasta ahora. En marzo, la inflación interanual medida por el IPC siguió siendo negativa (-1,2%, frente al -1,6% de febrero). Las medidas de política acomodaticias, tanto monetarias como fiscales, se han reflejado en un crecimiento muy rápido del crédito. A finales de marzo, el saldo de los préstamos se situaba un 30% por encima del nivel registrado un año antes.

AMÉRICA LATINA

En América Latina, el ritmo de la actividad económica siguió siendo moderado. La producción industrial se redujo, en tasa interanual, un 1,5% en Argentina y un 9,7% en México en febrero, y un 13,3% en Brasil en marzo. Sin embargo, al mismo tiempo, a pesar de la rápida desaceleración de la actividad económica, las tasas de inflación se mantienen en niveles elevados, en toda la región, y sólo se están moderando gradualmente. En marzo, los precios al consumidor aumentaron, en tasa interanual, un 6,3% en Argentina, un 5,7% en Brasil y un 6% en México. No obstante, las autoridades monetarias de toda la región siguen preocupadas por los efectos de la desaceleración de la actividad económica, que han obligado al Banco de México a reducir su tipo de interés oficial en 75 puntos básicos, hasta el 6%, en abril.

Gráfico 3 Principales indicadores de los mercados de materias primas



Fuentes: Bloomberg y HWWI.

1.2 MERCADOS DE MATERIAS PRIMAS

Durante el mes de abril, los precios del petróleo se situaron en torno a 50 dólares estadounidenses en un contexto de menor volatilidad y experimentaron algunas presiones al alza a comienzos de mayo. El precio del Brent ascendía, el 6 de mayo, a 54,2 dólares el barril, es decir, un 38% por encima del nivel registrado a principios del 2009 (en euros, la subida fue de alrededor del 44%). De cara al futuro, los participantes en el mercado esperan precios más elevados a medio plazo, negociándose los futuros con entrega en diciembre del 2011 en torno a 71 dólares estadounidenses.

Últimamente, los precios del petróleo han ido evolucionando en consonancia con las expectativas de la economía mundial. Considerando las variables fundamentales, la Agencia Internacional de la Energía ha vuelto a revisar a la baja en abril sus proyecciones de la demanda para el 2009, esperándose ahora que la demanda durante el primer trimestre del año se sitúe en 3,2 millones de barriles al día menos que hace un año. Por lo que respecta a la oferta, la producción de la OPEP siguió reduciéndose, aunque a un ritmo más lento, al haberse materializado ya la mayor parte de los recortes acordados.

Los precios de las materias primas no energéticas subieron ligeramente en abril. Los precios de los metales registraron avances significativos como consecuencia del auge de la demanda procedente de China. Sin embargo, la evolución de los precios de los alimentos fue un tanto desigual. En términos agregados, el índice de precios de las materias primas no energéticas (denominados en dólares estadounidenses) se situaba, a finales de abril, aproximadamente un 9% por encima del nivel observado a principios del año.

1.3 PERSPECTIVAS DEL ENTORNO EXTERIOR

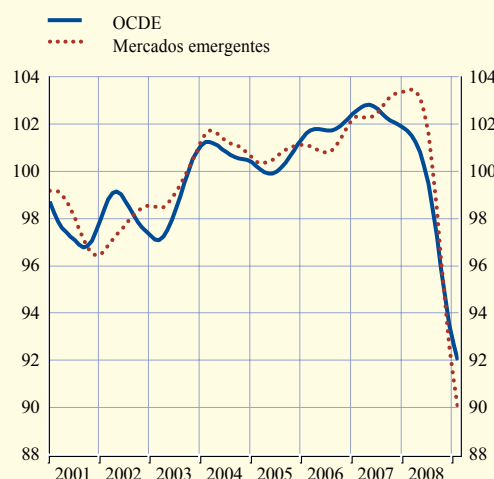
Aunque los datos más recientes sugieren que la caída del comercio mundial se ha ido desacelerando últimamente, las perspectivas de la demanda de bienes y servicios de la zona del euro siguen caracterizándose

por una fuerte atonía. Los indicadores sintéticos adelantados de la OCDE correspondientes a febrero del 2009 continúan apuntando a una profunda desaceleración en todas las grandes economías. Sin embargo, en algunos países hay señales de estabilización.

Las perspectivas de la economía mundial siguen estando sujetas a un alto grado de incertidumbre. Por una parte, preocupa la posibilidad de que las turbulencias que afectan a los mercados financieros puedan tener un mayor impacto sobre la economía real y se teme que puedan intensificarse las presiones inflacionistas y se produzca una evolución negativa de la economía mundial como resultado de una corrección desordenada de los desequilibrios mundiales. Por otra parte, los efectos positivos podrían ser más fuertes de lo previsto, como consecuencia del descenso de los precios de los productos básicos en el segundo semestre del 2008 y de la amplia gama de medidas de política adoptadas en todo el mundo.

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 marzo del 2009 confirman la tendencia a la desaceleración de la evolución del agregado monetario amplio y del crédito, aunque continúan observándose niveles elevados de volatilidad en el corto plazo. En particular, tanto M3 como los préstamos al sector privado experimentaron una contracción en marzo, que en el caso de los préstamos se mantuvo incluso después de corregir los datos por el efecto de las titulizaciones. Es probable que esta evolución refleje, en gran medida, el acusado deterioro de la actividad económica. El proceso de desapalancamiento del sector financiero parece continuar, ya que en marzo se registraron salidas de los activos totales de las entidades de crédito, debido fundamentalmente a la reducción de los activos exteriores y, en menor medida, de los préstamos.

EL AGREGADO MONETARIO AMPLIO M3

La desaceleración de la evolución monetaria continuó en marzo, mes en que la tasa de crecimiento interanual de M3 volvió a descender, hasta el 5,1%, desde el 5,8% de febrero (véase gráfico 5). La tasa de crecimiento intermensual se tornó negativa de nuevo y se situó en el -0,4% en marzo, tras registrar unas tasas de crecimiento del 0,5% en febrero y el -0,7% en enero. Si se considera más allá de esta volatilidad a corto plazo, la tasa de crecimiento semestral anualizada confirma la pronunciada desaceleración del ritmo de expansión monetaria observada desde la intensificación de las turbulencias financieras en septiembre del 2008.

La tasa de crecimiento interanual de los préstamos de las IFM al sector privado también volvió a disminuir, con flujos mensuales negativos incluso si las cifras se corrigen por el impacto de los préstamos dados de baja del balance en el contexto de las operaciones de titulización realizadas. Por tanto, los datos de marzo confirman la moderación de la actividad crediticia observada, en promedio, en los últimos meses. Es muy probable que esta evolución se deba al acusado deterioro de las perspectivas de negocio y de renta en los meses recientes.

El proceso de desapalancamiento del sector de las IFM continuó en marzo, ya que los activos totales mantenidos por entidades de crédito volvieron a disminuir ese mes. Fundamentalmente, este proceso supuso la reducción de los activos exteriores y, en menor medida, de los préstamos.

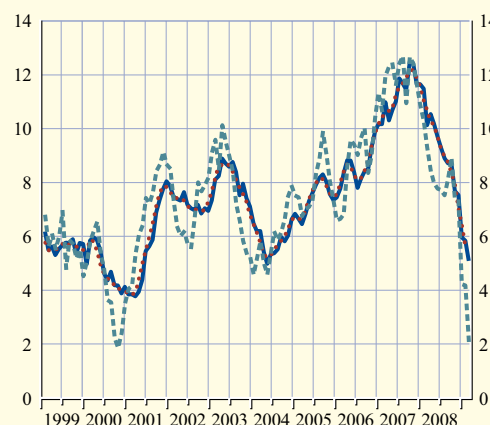
PRINCIPALES COMPONENTES DE M3

En marzo, los principales componentes de M3 redujeron su contribución en términos de sus tasas de crecimiento interanual. No obstante, aunque la caída de la contribución de los depósitos a corto plazo distintos de los depósitos a la vista (es decir, M2-M1) fue pronunciada, la de M1 y los instrumentos negociables (esto es, M3-M2) fue marginal.

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.

Tras aumentar durante tres meses consecutivos, la tasa de crecimiento interanual de M1 descendió en marzo, hasta el 5,9%, desde el 6,3% de febrero, como consecuencia de la moderación del crecimiento interanual de los depósitos a la vista (véase cuadro 1). En cambio, la tasa de crecimiento interanual del efectivo en circulación aumentó, aunque sólo ligeramente. Esta evolución interanual es atribuible a las elevadas salidas mensuales observadas en los depósitos a la vista y a las considerables entradas de efectivo en circulación.

El crecimiento de los depósitos a corto plazo distintos de los depósitos a la vista volvió a moderarse, y su tasa de crecimiento interanual cayó desde el 7,8% de febrero hasta el 6,4% de marzo. La evolución de los componentes de esta categoría de depósitos continuó siendo divergente en marzo. Concretamente, la tasa de crecimiento interanual de los depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses (es decir, depósitos de ahorro a corto plazo) volvió a aumentar en marzo, pero este incremento se vio compensado con creces por el descenso de la tasa de crecimiento interanual de los depósitos a plazo hasta dos años (esto es, depósitos a corto plazo).

En los últimos meses, la evolución de los depósitos a corto plazo ha estado determinada, en gran parte, por consideraciones relacionadas con su remuneración. En particular, los datos disponibles sobre los tipos de interés aplicados por las IFM para el período comprendido hasta febrero indican que la remuneración de estos depósitos ha seguido descendiendo, especialmente en el caso de los depósitos a plazo hasta dos años. Es probable que esta dinámica explique por qué las salidas observadas en febrero y marzo en esta última categoría de depósitos fueron especialmente elevadas, mientras que los flujos mensuales de salida registrados en los depósitos a la vista en marzo fueron más limitados y los flujos de depósitos de ahorro a corto plazo se mantuvieron positivos, pero disminuyeron en comparación con febrero.

La tasa de crecimiento interanual de los instrumentos negociables siguió siendo negativa en marzo, mes en que se situó en el -1%, desde el -0,8% de febrero. Este descenso tuvo su origen en las salidas men-

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 II	2008 III	2008 IV	2009 I	2009 Feb	2009 Mar
M1	43,9	2,3	0,7	2,7	5,3	6,3	5,9
Efectivo en circulación	7,7	7,7	7,5	12,4	13,6	13,6	13,8
Depósitos a la vista	36,1	1,3	-0,6	0,8	3,7	4,8	4,3
M2 - M1 (= otros depósitos a corto plazo)	42,2	19,6	19,1	15,8	9,3	7,8	6,4
Depósitos a plazo hasta dos años	24,7	40,5	37,6	29,0	12,8	9,3	6,2
Depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses	17,5	-2,1	-1,7	-0,5	4,7	5,8	6,8
M2	86,0	10,2	9,2	8,9	7,3	7,0	6,2
M3 - M2 (= instrumentos negociables)	14,0	10,3	8,9	4,1	-0,8	-0,8	-1,0
M3	100,0	10,2	9,1	8,2	6,0	5,8	5,1
Crédito a residentes en la zona del euro		9,7	9,1	7,4	5,9	5,9	5,2
Crédito a las Administraciones Públicas		-1,3	0,6	1,7	5,7	6,7	7,7
Préstamos a las Administraciones Públicas		0,8	2,1	2,9	2,3	3,1	1,4
Crédito al sector privado		12,0	10,9	8,6	6,0	5,7	4,7
Préstamos al sector privado		10,5	9,1	7,4	4,6	4,3	3,2
Préstamos al sector privado ajustados por ventas y titulizaciones		11,6	10,3	8,7	6,4	6,1	5,0
Pasivos financieros a más largo plazo (excluidos capital y reservas)		4,4	3,3	1,1	1,6	2,4	2,3

Fuente: BCE.

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

suales de estos instrumentos registradas en marzo. En cuanto a los subcomponentes de los instrumentos negociables, la tasa de crecimiento interanual de las participaciones en fondos del mercado monetario aumentó ese mes, pese al notable descenso de las entradas mensuales. En cambio, en marzo aumentaron las entradas en las cesiones temporales, lo que se tradujo en un nuevo incremento de la tasa de crecimiento interanual. Ese mismo mes se observó un aumento significativo de las salidas mensuales de las tenencias de valores distintos de acciones a corto plazo (es decir, valores distintos de acciones hasta dos años) de las IFM por parte de los sectores tenedores de dinero, que provocó un nuevo descenso de la tasa de crecimiento interanual. Las propias IFM redujeron también sus tenencias de este tipo de valores en marzo, tras las sustanciales adquisiciones de los dos meses anteriores, y la emisión neta de estos valores (es decir, neta de amortizaciones) volvió a ser negativa en marzo.

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 marzo, hasta el 5,8%, desde el 6,8% de febrero, como consecuencia de los descensos de las contribuciones de todos los sectores, que fueron especialmente pronunciadas en el caso de los hogares, y de los reducidos flujos mensuales de entrada en los depósitos de M3. Esta evolución es acorde con el proceso de reestructuración en la asignación de carteras que se está produciendo en respuesta a cambios en la remuneración de activos monetarios, pero también podría reflejar reducciones de los flujos de renta o pagos por amortizaciones. Los depósitos de M3 que obran en poder de las sociedades no financieras continuaron disminuyendo en marzo, en términos interanuales. Es posible que esto se deba a la mayor utilización de las reservas de liquidez, dado que los flujos de caja están disminuyendo y que las dificultades para captar fondos a través de los bancos o de la emisión de valores están aumentando. Por último, la tasa de crecimiento interanual de los depósitos de M3 que mantienen los intermediarios financieros no monetarios volvió a reducirse en marzo.

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 5,2% en marzo, desde el 5,9% de febrero (véase cuadro 1), como consecuencia de la reducción de la tasa de crecimiento del crédito al sector privado, que sólo quedó parcialmente compensada por el incremento de la tasa de crecimiento del crédito a las Administraciones Públicas. Los flujos de entrada observados en marzo en el crédito otorgado al sector público tuvieron su origen, principalmente, en el incremento de los flujos mensuales de adquisiciones de valores distintos de acciones de las IFM, lo que hizo que la tasa de crecimiento interanual aumentara hasta el 11,7%, desde el 9% del mes precedente. Es muy probable que esta evolución refleje la reacción de las IFM a los cambios registrados en los tipos de interés, así como el intento de reestructurar sus carteras crediticias como consecuencia de consideraciones relacionadas con el rendimiento y el riesgo.

La tasa de crecimiento interanual del crédito de las IFM al sector privado volvió a disminuir y se situó en el 4,7% en marzo, desde el 5,7% de febrero, al igual que la de los préstamos de las IFM, el principal componente del crédito al sector privado, hasta el 3,2%, desde el 4,3% observado el mes anterior. Los flujos mensuales negativos registrados en estos préstamos en marzo tuvieron su origen principalmente en el descenso de los préstamos otorgados a las sociedades no financieras, y se mantuvieron negativos incluso después de corregirlos por el impacto estadístico de los préstamos dados de baja del balance en el contexto de las actividades de titulización.

Al final del 2008, la tasa de crecimiento interanual de los préstamos al sector privado resultó distorsionada a la baja por el efecto de las numerosas operaciones de titulización fuera de balance o real, consistentes

en la venta de préstamos por parte de las entidades de crédito que los originaron y la adquisición de los valores respaldados por estos préstamos con el fin de utilizarlos como activos de garantía en las operaciones de crédito del Eurosistema. No obstante, estas titulizaciones retenidas han disminuido considerablemente desde principios de año, lo que puede estar relacionado con el hecho de que las IFM han recurrido a otros activos líquidos, como la deuda pública o los valores de renta fija de entidades de crédito garantizados por el Estado. En consecuencia, el impacto causado por el ajuste por titulizaciones sobre la tasa de crecimiento interanual de los préstamos al sector privado se mantuvo en 1,8 puntos porcentuales en marzo, sin variaciones con respecto a febrero. En conjunto, tras corregir las cifras por el impacto de la titulación, la tasa de crecimiento interanual de los préstamos al sector privado ha alcanzado niveles comparables a los observados en el 2002-2003, cuando se registró el último mínimo cíclico.

La tasa de crecimiento interanual de los préstamos de las IFM a las sociedades no financieras volvió a experimentar un acusado descenso en marzo, mes en que se situó en el 6,3%, desde el 7,7% observado en febrero (véase cuadro 2), reflejando elevados flujos de salida. En general, en los últimos meses, los flujos de préstamos han sido notablemente inferiores a los observados antes de la intensificación de las turbulencias. Al igual que en febrero, las salidas mensuales registradas en marzo se debieron principalmente a la disminución de los préstamos hasta un año. Este descenso en la financiación a corto plazo podría obedecer al hecho de que las sociedades no financieras están recurriendo a sus reservas de liquidez, pero también a la menor necesidad de financiación para inversión en capital circulante asociada al ciclo de existencias, en un entorno de deterioro de la actividad económica.

La tasa de crecimiento interanual de los préstamos a hogares volvió a disminuir en marzo, hasta el 0,4%, desde el 0,7% de febrero. Los flujos mensuales permanecieron en niveles negativos. No obstante, se ha de observar que estas cifras siguen distorsionadas a la baja por el impacto de la eliminación de préstamos de los balances como consecuencia de las operaciones de titulización real. 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 han continuado moderándose en los últimos meses.

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 II	2008 III	2008 IV	2009 I	2009 Feb	2009 Mar
Sociedades no financieras	44,9	14,5	12,8	11,3	8,2	7,7	6,3
Hasta un año	27,9	12,9	10,9	9,0	4,3	3,2	0,2
De uno a cinco años	20,1	20,9	18,6	16,0	12,4	12,0	10,4
Más de cinco años	52,1	13,0	11,8	10,8	8,9	8,7	8,3
Hogares²⁾	45,2	4,9	3,9	2,8	0,9	0,7	0,4
Crédito al consumo ³⁾	13,1	5,2	4,4	3,2	1,2	1,1	0,9
Préstamos para adquisición de vivienda ³⁾	71,2	5,5	4,1	2,8	0,7	0,4	0,1
Otras finalidades	15,7	2,2	2,6	2,2	1,8	1,4	1,3
Empresas de seguros y fondos de pensiones	0,9	-0,2	-6,6	-6,5	-5,9	-8,1	-6,2
Otros intermediarios financieros no monetarios	9,0	25,2	22,3	14,5	7,6	7,8	3,6

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.

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) descendió ligeramente en marzo, hasta el 2,2%, desde el 2,4% de febrero. No obstante, esta evolución oculta un nuevo aumento de la tasa de crecimiento interanual de los depósitos a más largo plazo. La tasa de crecimiento interanual de los depósitos a plazo a más de dos años volvió a ascender en marzo y se situó en el 5%, frente al 4,2% de febrero, mientras que la de los depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses se incrementó de nuevo, hasta el 3,7%, desde el 1,3% del mes precedente. En cambio, la tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones a más de dos años de las IFM mantenidos por el sector de instituciones financieras no monetarias se redujo como consecuencia de las salidas registradas en marzo. Sin embargo, estas salidas ocultan que la emisión neta de valores distintos de acciones a largo plazo fue positiva, lo que es atribuible a los programas de avales públicos introducidos por los Gobiernos y al hecho de que las propias IFM adquirieran estos valores.

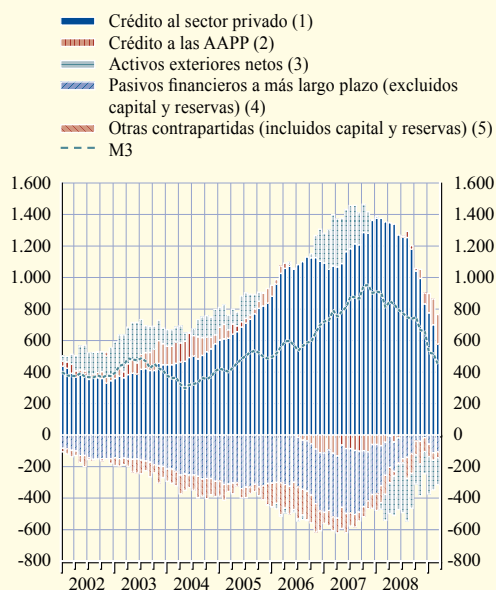
La tasa de crecimiento interanual del capital y reservas experimentó un ligero descenso y se situó en el 10,5% en marzo, desde el 10,9% de febrero, aunque en marzo se observaron entradas en estos instrumentos.

Si se considera la evolución de los activos y los pasivos exteriores del sector de las IFM, se registraron cuantiosos flujos de salida a ambos lados del balance. En particular, por el lado del activo, la persistente disminución de los préstamos otorgados a no residentes se vio acompañada en marzo de considerables flujos de salida de valores distintos de acciones emitidos por no residentes. Estas salidas de activos exteriores siguen siendo el principal factor determinante del proceso de desapalancamiento de entidades de crédito. La posición acreedora neta frente al exterior, que es la contrapartida de M3, registró salidas mensuales por importe de 14 mm de euros, ya que los activos se redujeron con mayor intensidad que los pasivos. Las salidas interanuales de la citada posición disminuyeron ligeramente, hasta situarse en 171 mm de euros, desde 188 mm de euros en febrero.

En resumen, los datos de marzo confirman la desaceleración de la evolución de M3 y de los préstamos, lo que es indicativo de una caída de la tasa subyacente de crecimiento monetario. Los flujos mensuales de préstamos al sector privado siguieron siendo negativos en marzo, reflejo probablemente del acusado deterioro de las condiciones económicas. Al mismo tiempo, la evidencia procedente de las últimas encuestas sobre préstamos bancarios señala que factores relacionados con la financiación bancaria siguen causando cierto impacto en la concesión de préstamos (para más información, véase el recuadro 2). No obstante, dada la elevada volatilidad de la evolución a corto plazo, es posible que sea necesario disponer de más información para realizar una valoración más sólida sobre la dinámica monetaria y crediticia reciente. En marzo, las IFM continuaron con el proceso de reducción del tamaño de sus balances, lo que principalmente se llevó a cabo mediante la reducción de los activos exteriores y, en menor medida, de los préstamos.

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.

Recuadro 2

RESULTADOS DE LA ENCUESTA SOBRE PRÉSTAMOS BANCARIOS EN LA ZONA DEL EURO DE ABRIL DEL 2009

En este recuadro se presentan los principales resultados de la encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro de abril del 2009 realizada por el Eurosistema¹. En el primer trimestre del 2009, aunque el porcentaje neto de entidades que indicaron que se había producido un endurecimiento de los criterios aplicados para la aprobación de préstamos a empresas todavía fue significativo, se redujo considerablemente con respecto al elevado nivel del trimestre anterior². Las entidades participantes en la encuesta señalaron asimismo un nuevo, aunque menor, endurecimiento de los criterios aplicados para la aprobación de préstamos a hogares, en términos netos, tanto en los aplicados a los préstamos para adquisición de vivienda como en el crédito al consumo y otros préstamos. En cuanto a sus expectativas para el segundo trimestre del 2009, las entidades esperaban una nueva moderación del endurecimiento neto de los criterios de aprobación para las tres modalidades de préstamo, aunque menor que la observada en el primer trimestre del 2009. En cuanto a la demanda, las entidades indicaron que la demanda neta de préstamos a empresas y de crédito al consumo y otros préstamos a hogares disminuyó sensiblemente, mientras que la demanda neta de préstamos a hogares para adquisición de vivienda fue considerablemente menos negativa^{3,4}.

Al igual que en ocasiones anteriores, en esta encuesta se incluían una serie de preguntas ad hoc relativas al efecto de las turbulencias financieras sobre la política crediticia de las entidades. Cabe destacar que, al responder a estas preguntas, la mayor parte de las entidades participantes indicó que las medidas anunciadas por los Gobiernos, de apoyo a la recapitalización y avales públicos para valores de renta fija emitidos por entidades de crédito, ya habían causado un impacto en el primer trimestre del 2009, plasmado en la mejora del acceso de las entidades a la financiación en los mercados mayoristas, y se esperaba que siguieran facilitando el acceso a la financiación en el segundo trimestre del 2009. No obstante, las entidades continuaron señalando que, en el primer trimestre del 2009, su acceso a la financiación había seguido viéndose dificultado como consecuencia de las turbulencias registradas en los mercados financieros. De hecho, únicamente en la financiación a muy corto plazo, la mayor parte de las entidades indicó que no había habido problemas en el citado trimestre. De igual modo, según la mayoría de las entidades, las tensiones observadas en los mercados financieros continuaron afectando negativamente a sus niveles de capital y a su capacidad de concesión de crédito.

1 La fecha límite para la recepción de datos de las entidades participantes fue el 3 de abril de 2009. El 29 de abril de 2009 se publicó una valoración exhaustiva de los resultados de la encuesta sobre préstamos bancarios de abril del 2009, que se puede consultar en la dirección del BCE en Internet.

2 El porcentaje neto se refiere a la diferencia entre el porcentaje de entidades que ha indicado que los criterios de concesión de los préstamos se han endurecido y las que han señalado que se han relajado. Un porcentaje neto positivo indica que las entidades participantes han tendido a endurecer los criterios de aprobación («se han endurecido en términos netos»), mientras que un porcentaje neto negativo es indicativo de que las entidades han tendido a relajar los citados criterios («se han relajado en términos netos»).

3 El término «demanda neta» se refiere a la diferencia entre el porcentaje de entidades que ha indicado que ha aumentado la demanda de préstamos y las que han señalado que ha disminuido.

4 Con efecto a partir de la encuesta sobre préstamos bancarios de abril del 2009, se publicará una medida alternativa, el indicador de difusión, además del endurecimiento neto de los criterios aplicados para la aprobación de préstamos o líneas de crédito. El indicador de difusión pondera el grado en que las entidades de crédito modifican los citados criterios. Para interpretar el indicador de difusión se aplica la misma lógica que para interpretar los porcentajes netos, pero por su construcción, las variaciones del indicador de difusión tienden a ser algo más moderadas que las de los porcentajes netos. El indicador de difusión se construye de la siguiente manera: a las entidades prestamistas que han respondido «se han endurecido considerablemente» se les concede una ponderación que es el doble (puntuación de 1) que a las que han contestado «se han endurecido en cierta medida» (puntuación de 0,5).

Préstamos o líneas de crédito a empresas

Criterios de aprobación del crédito: En el primer trimestre del 2009, aunque el porcentaje neto de entidades que indicó que se había producido un endurecimiento de los criterios de aprobación de los préstamos a empresas todavía fue elevado, se redujo sustancialmente en comparación con el trimestre precedente (hasta el 43%, desde el 64% del cuarto trimestre del 2008; véase gráfico A). Al igual que en el trimestre anterior, esto se debió principalmente al hecho de que la mayor parte de las entidades señaló que había endurecido «en cierta medida» los citados criterios, mientras que sólo una minoría indicó que los había endurecido «considerablemente». Los principales factores determinantes del endurecimiento neto en el primer trimestre del 2009 continuaron siendo las expectativas relativas a la actividad económica en general y las perspectivas relativas a sectores o sociedades concretas, cuya relevancia, aunque se moderó ligeramente, se situó en el 55% y el 59%, respectivamente. Al mismo tiempo, el impacto de los costes de financiación y de la disponibilidad de fondos se mantuvo en niveles comparativamente elevados, aunque la importancia de estos factores también disminuyó levemente con respecto al cuarto trimestre del 2008. Al igual que en trimestres anteriores, las entidades señalaron que prácticamente no había habido presiones derivadas de la competencia de otras entidades para endurecer o relajar sus criterios de aprobación de préstamos o líneas de crédito.

En cuanto a las condiciones establecidas para la concesión de préstamos a empresas, las entidades indicaron que habían continuado ampliando los márgenes aplicados a los préstamos ordinarios y a

GRÁFICO A Cambios en los criterios de concesión aplicados a los préstamos o líneas de crédito a empresas

(en porcentaje neto)



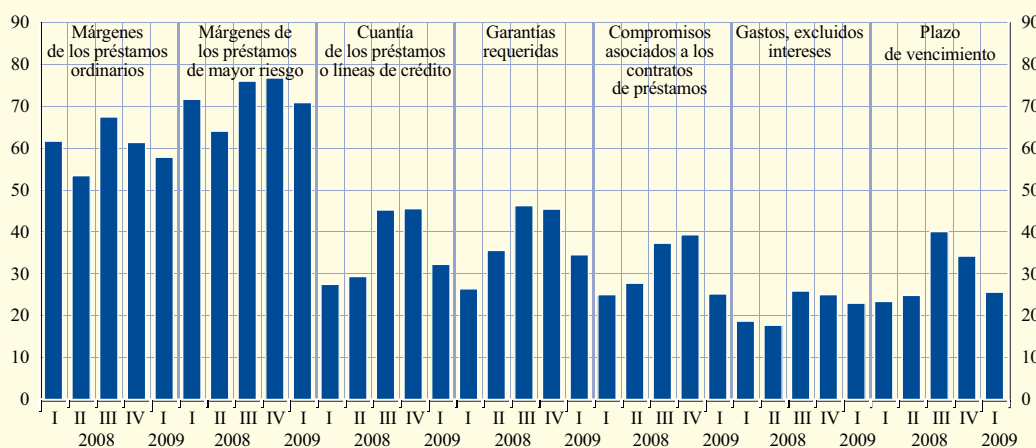
Nota: En el panel (a) el porcentaje neto se refiere a la diferencia entre la suma de los porcentajes correspondientes a las respuestas «se han endurecido considerablemente» y «se han endurecido en cierta medida», y la suma de los porcentajes correspondientes a las respuestas «se han relajado en cierta medida» y «se han relajado considerablemente». El porcentaje neto de las preguntas relacionadas con los factores se define como la diferencia entre el porcentaje de entidades que indican que un factor determinado ha contribuido a un endurecimiento y las que indican que ha contribuido a una relajación. Los valores «observados» se refieren al periodo en que se realizó la encuesta. Los valores «esperados» se refieren a los cambios esperados en los tres meses siguientes.

los préstamos de mayor riesgo en el primer trimestre del 2009. El porcentaje neto de entidades que señaló un aumento de los márgenes de ambas modalidades de préstamo fue del 58% (frente al 61% del trimestre anterior) y el 71% (frente al 77%), respectivamente (véase gráfico B). Por otra parte, aproximadamente la tercera parte de las entidades participantes en la encuesta endureció los criterios modificando la cuantía de los préstamos o líneas de crédito (es decir, reduciéndolos) y aumentando las garantías requeridas. Desde mediados del 2007, de todas las condiciones distintas del precio, las garantías requeridas han sido las que más han contribuido al endurecimiento neto, al tiempo que las condiciones impuestas por las entidades también se han tornado considerablemente más onerosas en lo que respecta a la cuantía de los préstamos o líneas de crédito y a los compromisos asociados a los contratos de préstamo. En cambio, en el período anterior de relajación de los citados criterios (entre mediados del 2004 y mediados del 2007) las entidades señalaron que la relajación neta se llevó a cabo, principalmente, a través de reducciones de los márgenes aplicados a los préstamos ordinarios.

En el primer trimestre del 2009, el endurecimiento neto de los criterios aplicados para la aprobación de préstamos a grandes empresas (el 48%, frente al 63% del cuarto trimestre del 2008) fue ligeramente superior al de los préstamos a pequeñas y medianas empresas (PYME, el 42%, frente al 63% del trimestre anterior). En los últimos trimestres, los factores determinantes de los cambios registrados en los criterios de concesión, tanto para las grandes empresas como para las PYME, estuvieron principalmente asociados a las expectativas relativas a la actividad económica en general y a las perspectivas relativas a sectores o sociedades concretas. Al mismo tiempo, los costes relacionados con el nivel de capital de las entidades desempeñaron un papel algo más importante en el endurecimiento neto de los criterios de aprobación de préstamos o líneas de crédito a grandes empresas que a PYME, lo que puede deberse al hecho de que, dada la desaceleración observada actualmente en los préstamos sindicados y la moderación en el mercado de transferencia del riesgo de crédito, la asignación de capital a préstamos de cuantía elevada se ha tornado relativamente costosa. Además, la competencia de otras entidades contribuyó sólo ligeramente al endurecimiento neto de los criterios

Gráfico B Cambios en las condiciones para la aprobación de préstamos o líneas de crédito a empresas

(porcentaje neto de entidades que indican un endurecimiento de las condiciones)



Notas: El porcentaje neto se refiere a la diferencia entre la suma de los porcentajes correspondientes a las respuestas «se han endurecido considerablemente» y «se han endurecido en cierta medida», y la suma de los porcentajes correspondientes a las respuestas «se han relajado en cierta medida» y «se han relajado considerablemente».

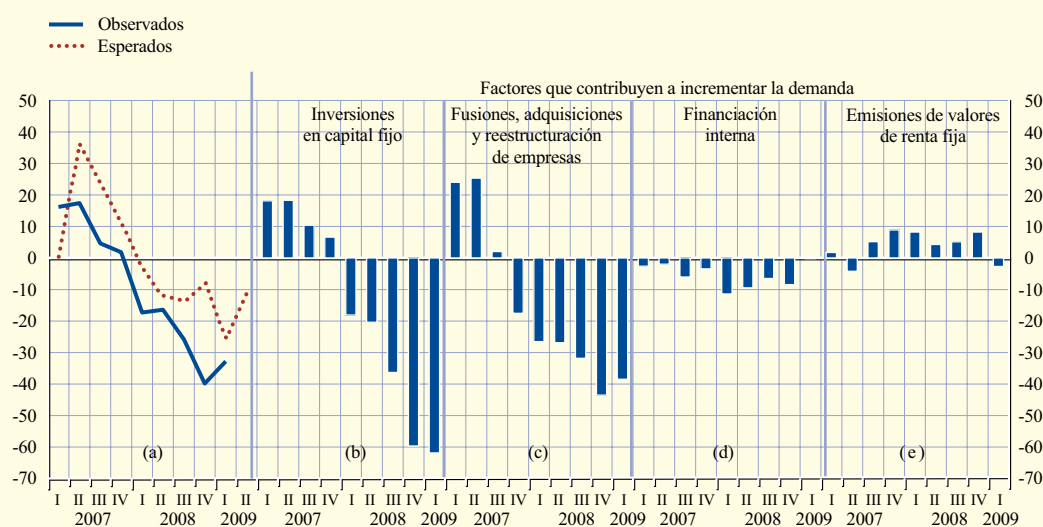
aplicados a los préstamos a PYME y a grandes empresas. En cuanto a las condiciones establecidas para la concesión de préstamos, el endurecimiento neto continuó reflejándose más pronunciadamente en el aumento neto de los márgenes aplicados por las entidades a los préstamos ordinarios y a los de mayor riesgo, tanto a las grandes empresas como a las PYME. La contribución de otras condiciones no relacionadas con el precio al endurecimiento neto se mantuvo prácticamente en los mismos niveles elevados del trimestre anterior, con independencia del tamaño de la empresa.

Las expectativas relativas a los criterios aplicados para la aprobación de préstamos y líneas de crédito a empresas en el segundo trimestre del 2009 apuntan a una nueva moderación del endurecimiento neto (el 28%) en comparación con el observado en el primer trimestre (véase gráfico A).

Demanda de préstamos: En el primer trimestre del 2009, la demanda neta de préstamos a empresas disminuyó algo menos que en el trimestre anterior, pero se mantuvo en niveles bastante reducidos (en el -33%, frente al -40% del cuarto trimestre del 2008; véase gráfico C). Esta demanda neta negativa estuvo determinada por una persistente y acusada disminución de las necesidades de financiación para inversiones en capital fijo (hasta el -62%, desde el -60% del trimestre anterior). De igual modo, en el primer trimestre del 2009 se observó una débil demanda de préstamos para financiar fusiones, adquisiciones y reestructuraciones de empresas (el -39%, frente al -44% del cuarto trimestre del 2008). Al mismo tiempo, el hecho de que la demanda neta de préstamos a empresas fuera ligeramente menos negativa se debió fundamentalmente a la necesidad de las empresas de reestructurar su deuda, y también a las dificultades percibidas para obtener préstamos de otras entidades de crédito y de instituciones no bancarias. A diferencia de trimestres anteriores, la financiación interna (es decir,

Gráfico C Cambios en la demanda de préstamos o líneas de crédito por parte de empresas

(en porcentaje neto)



Nota: En el panel (a), el porcentaje neto se refiere a la diferencia entre la suma de los porcentajes correspondientes a las respuestas «se ha incrementado considerablemente» y «se ha incrementado en cierta medida», y la suma de los porcentajes correspondientes a las respuestas «se ha reducido en cierta medida» y «se ha reducido considerablemente». El porcentaje neto de las preguntas relacionadas con los factores se define como la diferencia entre el porcentaje de entidades que indican que un factor determinado ha contribuido a un incremento de la demanda y las que indican que ha contribuido a una reducción. Los valores «observados» se refieren al periodo en que se realizó la encuesta. Los valores «esperados» se refieren a los cambios esperados en los tres meses siguientes.

la rentabilidad), no contribuyó a reducir la demanda neta de préstamos a empresas en el primer trimestre de este año, lo que puede apuntar a un deterioro de las perspectivas de beneficios del sector empresas. En el primer trimestre del 2009 se dispone de evidencia que sugiere un retorno de las empresas con calificación de grado de inversión al mercado de valores de renta fija privada de la zona del euro⁵. Este puede ser el motivo por el que, a diferencia de trimestres anteriores, las entidades participantes en la encuesta señalaron que la emisión de valores de renta fija contribuyó negativamente a la demanda neta de préstamos a empresas.

En el segundo trimestre del 2009, las entidades esperan que la demanda neta de préstamos a empresas sea menos negativa, (-12%), que la observada en el primer trimestre del 2009 (véase gráfico C).

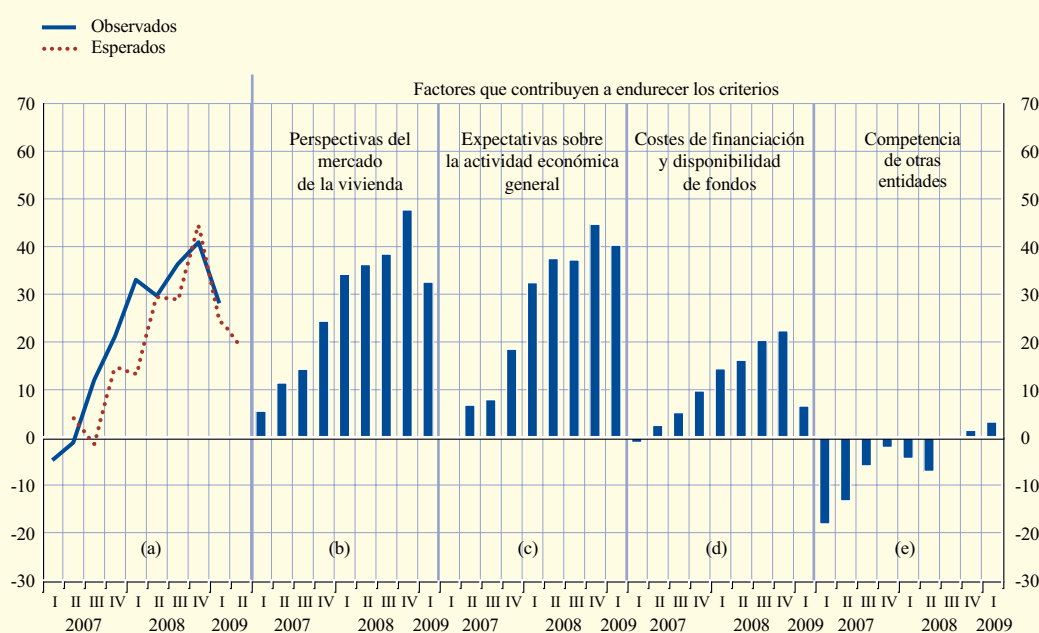
Préstamos a hogares para adquisición de vivienda

Criterios de aprobación del crédito: En el primer trimestre del 2009, el porcentaje neto de entidades que señaló que se había producido un endurecimiento de los criterios aplicados para la aprobación de préstamos a hogares para adquisición de vivienda descendió ligeramente (el 28%, en comparación con el 41% del cuarto trimestre del 2008), lo que supone un nuevo endurecimiento general, aunque más moderado, de los criterios, desde un nivel ya elevado (véase gráfico D). Las expectativas relativas a la actividad económica en general y las perspectivas del mercado de la vivienda siguieron

5 Según las estadísticas de emisiones de valores del BCE, la emisión de valores de renta fija por parte de las sociedades no financieras de la zona del euro aumentó considerablemente en enero y febrero del 2009.

Gráfico D Cambios en los criterios de concesión de los préstamos a hogares para adquisición de vivienda

(en porcentaje neto)



Nota: Véase la nota del gráfico A.

siendo los factores que más contribuyeron a la persistencia del endurecimiento neto de los citados criterios. Además, los costes de financiación y la disponibilidad de fondos también favorecieron el endurecimiento neto, aunque mucho menos que en el trimestre anterior (el 7%, desde el 22%). Por otra parte, como en el trimestre anterior, la competencia de otras entidades de crédito no contribuyó a la relajación de los criterios de aprobación de los préstamos a hogares para adquisición de vivienda, sino que, en general, fue un factor neutral.

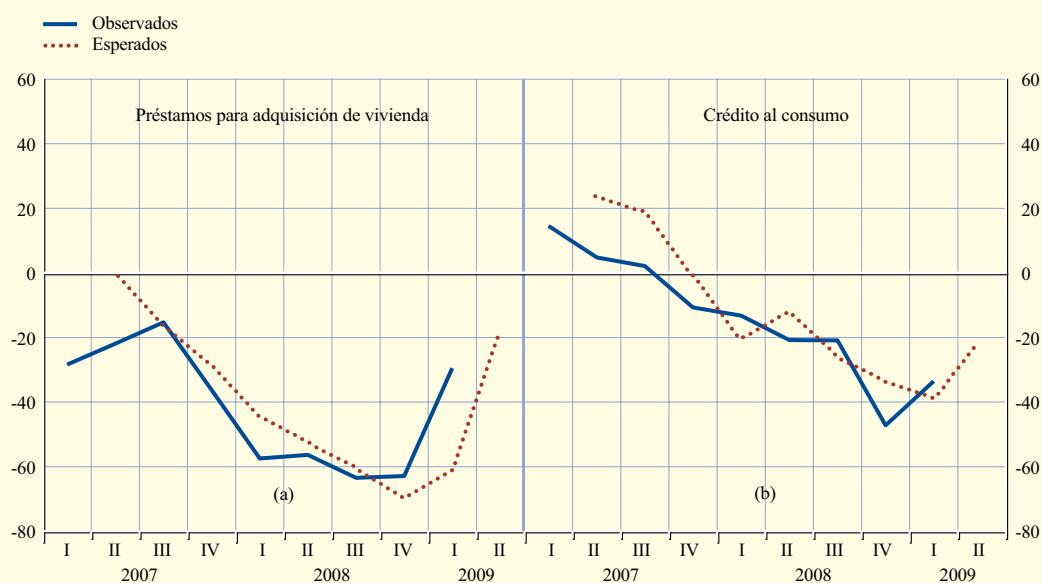
En cuanto a las condiciones establecidas para la concesión de préstamos para adquisición de vivienda, los márgenes aplicados, en particular a los préstamos de mayor riesgo, siguieron siendo el principal factor determinante del endurecimiento neto de los criterios en el primer trimestre del 2009. Aunque las garantías requeridas y la relación entre el principal y el valor de la garantía siguieron contribuyendo al endurecimiento neto, estas condiciones fueron algo menos onerosas que en el trimestre anterior.

De cara al segundo trimestre del 2009, se espera que el endurecimiento de los criterios de aprobación aplicados a los préstamos a hogares para adquisición de vivienda sea menor (el 19%) que el observado en el primer trimestre del 2009 (véase gráfico D).

Demanda de préstamos: La demanda neta de préstamos para adquisición de vivienda continuó siendo negativa en el primer trimestre del 2009, aunque bastante menos que en el trimestre precedente (el -30%, frente al -63%; véase gráfico E). Al igual que en trimestres anteriores, esta demanda

Gráfico E Cambios en la demanda de préstamos a hogares para adquisición de vivienda y de crédito al consumo

(en porcentaje neto)



Nota: El porcentaje neto se refiere a la diferencia entre la suma de los porcentajes correspondientes a las respuestas «se ha incrementado considerablemente» y «se ha incrementado en cierta medida», y la suma de los porcentajes correspondientes a las respuestas «se ha reducido en cierta medida» y «se ha reducido considerablemente». Los valores «observados» se refieren al período en que se realizó la encuesta. Los valores «esperados» se refieren a los cambios esperados en los tres meses siguientes.

neta negativa fue reflejo, principalmente, de las perspectivas del mercado de la vivienda y del deterioro de la confianza de los consumidores. Para el segundo trimestre, las expectativas apuntan a que la demanda neta será algo menos negativa (el -18%), en comparación con la demanda neta observada en el primer trimestre.

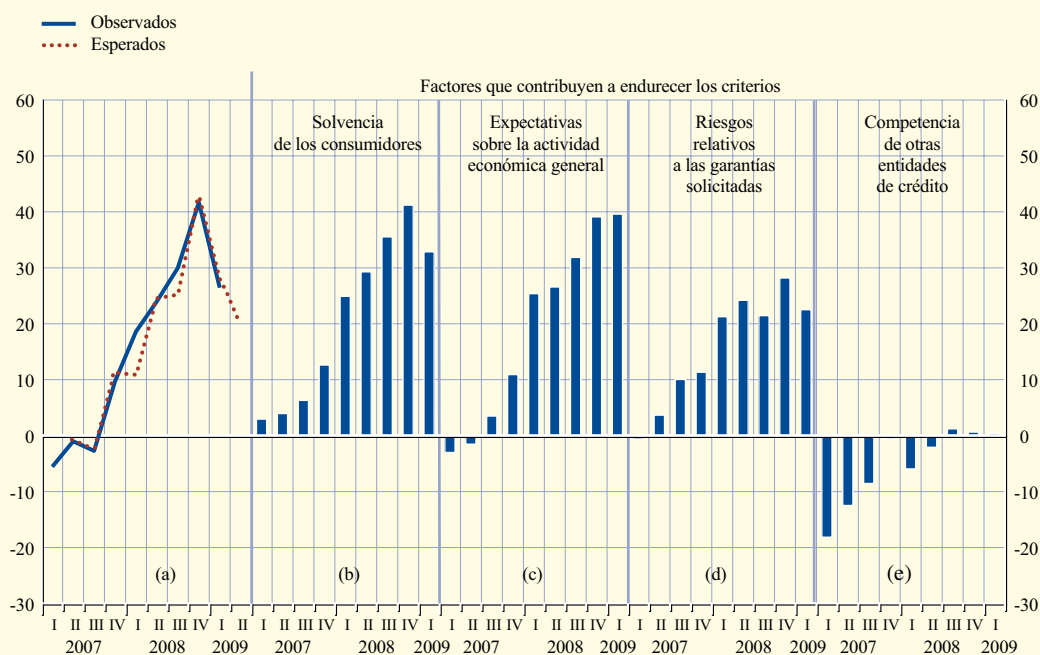
Crédito al consumo y otros préstamos a hogares

Criterios de aprobación del crédito: En el primer trimestre del 2009, el porcentaje neto de entidades que indicó que los criterios de aprobación del crédito al consumo y otros préstamos a hogares habían experimentado un endurecimiento se moderó ligeramente, hasta el 26%, desde el máximo histórico del 42% observado en el trimestre anterior (véase gráfico F). El principal factor determinante del persistente endurecimiento neto fue la percepción de las entidades de los riesgos, principalmente de los asociados con el deterioro de las expectativas relativas a la actividad económica en general y la solvencia de los consumidores. En cuanto a las condiciones del crédito al consumo, en el primer trimestre del 2009, las entidades continuaron aumentando los márgenes aplicados a los préstamos ordinarios y a los préstamos de mayor riesgo, mientras que las condiciones relacionadas con los plazos de vencimiento pasaron a ser algo menos onerosas que en el trimestre precedente.

Para el segundo trimestre del 2009, se espera que los criterios de aprobación del crédito al consumo y otros préstamos a hogares registren un endurecimiento menor (20%) que el observado en el primer trimestre del 2009 (véase gráfico F).

Gráfico F Cambios en los criterios de concesión aplicados al crédito al consumo y a otros préstamos a hogares

(en porcentaje neto)



Nota: Véase la nota del gráfico A.

Demanda de préstamos: En el primer trimestre del 2009, la demanda neta de crédito al consumo y otros préstamos a hogares se mantuvo negativa, aunque algo menos que en el trimestre anterior (el -34%, desde el -47%; véase gráfico E). Los dos factores principales que moderaron la demanda continuaron siendo la confianza de los consumidores y las menores necesidades de financiación de bienes de consumo duradero. Además, se espera que la demanda neta de crédito al consumo mejore ligeramente en el segundo trimestre del 2009, pero que continúe siendo negativa (el -21%).

Preguntas ad hoc sobre las turbulencias en los mercados financieros

En la encuesta de abril del 2009 siguieron planteándose las mismas preguntas que en la encuesta de enero del 2009. El objeto de estas preguntas es conocer el impacto de las tensiones registradas en los mercados financieros desde mediados del 2007 sobre las entidades de crédito de la zona del euro.

Las entidades participantes señalaron que el acceso a los mercados monetarios había continuado planteando dificultades en el primer trimestre del 2009, como consecuencia de las perturbaciones registradas en los mercados financieros, si bien se observaron ligeras mejoras en todos los segmentos de mercado, en comparación con el cuarto trimestre del 2008. Aparte del acceso a la financiación a muy corto plazo en el mercado monetario, respecto del que el 70% de las entidades participantes en la encuesta señaló que no había presentado problemas, para todas las demás fuentes de financiación mayorista, más del 50% de las entidades indicó que el acceso había seguido siendo difícil en el primer trimestre del 2009. En particular, alrededor del 80% de las entidades contestó que el acceso a la titulización, tanto fuera de balance o real como sintética, y a la emisión de valores de renta fija a medio y a largo plazo había planteado problemas en el citado trimestre. Al mismo tiempo, el porcentaje de entidades que indicó que había experimentado dificultades en su capacidad para transferir el riesgo de crédito fuera del balance descendió desde el 90% en el cuarto trimestre del 2008 a menos del 70% en el primer trimestre del 2009. En el segundo trimestre del 2009 se espera que el acceso a la financiación en los mercados mayoristas y a la titulización siga planteando las mismas dificultades que en el primer trimestre.

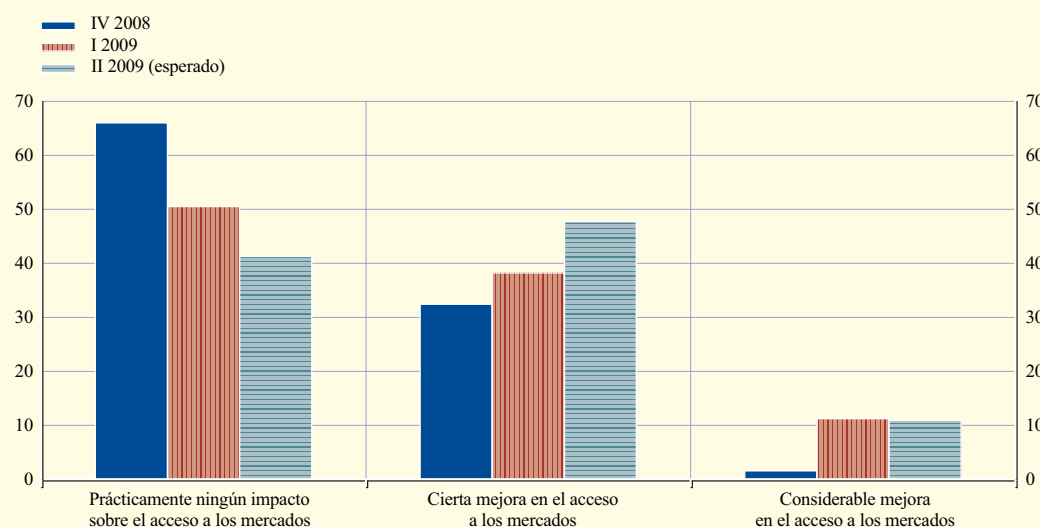
Al mismo tiempo, las entidades señalaron que las medidas anunciadas por los Gobiernos de apoyo a la recapitalización y avales públicos para valores de renta fija emitidos por entidades de crédito habían tenido un impacto, plasmado en la mejora de su acceso a la financiación en los mercados mayoristas en el primer trimestre del 2009. Esto quedó reflejado en el hecho de que alrededor del 50% de las entidades (frente al 34% del trimestre anterior) indicó que los planes de apoyo de los Gobiernos habían causado «cierto» impacto o un impacto «considerable» en su acceso a la financiación en el primer trimestre del 2009. Además, aproximadamente el 60% de las entidades señaló que espera que su acceso a la financiación en los mercados mayoristas siga mejorando en el segundo trimestre del 2009, como consecuencia de las medidas anunciadas por los Gobiernos (véase gráfico G)⁶.

En consonancia con la persistencia de dificultades para acceder a los mercados monetarios y de renta fija, las entidades participantes en la encuesta señalaron que dichas dificultades siguieron teniendo un impacto elevado, prácticamente invariable, en el primer trimestre del 2009, tanto sobre la cantidad

6 A esta pregunta respondieron 100 de las 118 entidades participantes en la encuesta, lo que se traduce en una tasa de respuesta del 85%. El 8% de las entidades participantes en la encuesta señalaron «no aplicable».

Gráfico G Efecto de las medidas anunciadas por los Gobiernos, de apoyo a la recapitalización y avales públicos, sobre el acceso a la financiación en los mercados mayoristas

(en porcentaje)



de préstamos otorgados como sobre los márgenes aplicados. Este impacto continuó siendo más intenso sobre los márgenes que sobre la cantidad de préstamos concedidos. Del mismo modo, por lo que respecta a los problemas para acceder a los mercados de titulización, las entidades indicaron un impacto sin variaciones, en líneas generales, sobre la cantidad de préstamos otorgados y sobre los márgenes aplicados, en comparación con el trimestre anterior. En este caso, el impacto sobre los márgenes fue similar al registrado sobre la cantidad de préstamos concedidos. En cuanto a los tres próximos meses, las entidades indicaron que esperan un impacto similar sobre su disposición a prestar fondos y sobre los márgenes, como consecuencia de las dificultades para acceder a los mercados monetarios y de valores de renta fija, y un impacto algo menor, derivado de las actividades de titulización, en comparación con el observado en los tres meses precedentes.

Por último, en cuanto al impacto de la variación de los costes relacionados con el nivel de capital de las entidades sobre su política crediticia, en el primer trimestre del 2009, el 44% de las entidades participantes en la encuesta indicaron que se había producido «cierto» impacto o un impacto «considerable» sobre los niveles de capital y sobre la política crediticia, lo que supone un descenso de 5 puntos porcentuales con respecto al cuarto trimestre del 2008. Al mismo tiempo, el porcentaje de entidades que señaló que prácticamente no se había producido ningún impacto sobre su nivel de capital permaneció prácticamente invariable, en un nivel reducido, el 29%, en el primer trimestre del 2009 (frente al 27% del trimestre anterior). De cara a los tres próximos meses, el 45% de las entidades de la zona del euro participantes en la encuesta espera que los acontecimientos en los mercados financieros sigan provocando cierto impacto o un impacto considerable sobre sus niveles de capital y su política crediticia.

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 febrero del 2009. Los datos sobre la actividad emisora por sectores ponen de manifiesto que todos los sectores se han mostrado activos, beneficiándose probablemente de la reducción de los diferenciales de crédito a principios de año y, por tanto, de menores costes de financiación para la adquisición de valores representativos de deuda. Por su parte, la tasa de crecimiento interanual de la emisión de acciones cotizadas prácticamente no registró variaciones.

VALORES DISTINTOS DE ACCIONES

La emisión de valores distintos de acciones volvió a aumentar en febrero, y su tasa de crecimiento interanual se situó en el 11,1%, un punto porcentual más que en enero (véase cuadro 3). Esta tasa de crecimiento total estuvo impulsada, en gran parte, por unas emisiones elevadas de valores distintos de acciones a largo plazo, que supusieron casi el 85% del saldo vivo total de valores distintos de acciones en febrero. La tasa de crecimiento interanual de este tipo de valores a largo plazo continuó incrementándose con rapidez, alcanzando el 9,2% en febrero del 2009, bastante por encima del nivel medio, aproximadamente el 5,8%, registrado en el 2008. En cambio, la tasa de crecimiento interanual de la emisión de valores distintos de acciones a corto plazo pareció estabilizarse en febrero, aunque en un nivel elevado, el 25,8%. Por segundo mes consecutivo, la emisión de valores distintos de acciones a largo plazo estuvo impulsada, fundamentalmente, por la vigorosa emisión de valores distintos de acciones a tipo de interés fijo, cuya tasa de crecimiento ha seguido aumentando de manera constante desde octubre del 2008 y alcanzó el 6,7% en febrero del 2009, esto es 1,4 puntos porcentuales por encima de la de enero. Esta evolución puede compararse con una tasa de crecimiento interanual del 16,1% correspondiente a la emisión de valores distintos de acciones a largo plazo a tipo de interés variable en febrero, ligeramente superior a la tasa del 15,6% registrada en enero. Por tanto, la tasa de crecimiento interanual de la emisión de valores distintos de acciones a largo plazo a tipo de interés variable continúa en niveles bastante superiores a la de los valores a tipo de interés fijo emitidos, como lleva sucediendo desde principios del año 2000.

Cuadro 3 Valores emitidos por residentes en la zona del euro

Sector emisor	Saldo vivo (mm de euros) 2009 Feb	Tasas de crecimiento interanual ¹⁾					
		2008 I	2008 II	2008 III	2008 IV	2009 Ene	2009 Feb
Valores distintos de acciones:	13.563	8,2	6,9	7,3	7,8	10,1	11,1
IFM	5.407	9,4	7,8	8,2	5,7	5,3	6,3
Instituciones financieras no monetarias	2.022	24,9	21,7	23,4	24,2	30,4	32,5
Sociedades no financieras	718	8,8	5,9	4,0	4,9	6,8	7,8
Administraciones Públicas	5.416	2,7	2,2	2,4	5,5	9,2	9,8
De las cuales:							
Administración Central	5.078	2,7	2,3	2,4	5,7	9,5	10,0
Otras Administraciones Públicas	338	2,7	1,3	3,0	2,9	5,3	6,4
Acciones cotizadas:	2.922	1,2	0,9	0,6	0,8	1,1	1,1
IFM	277	0,7	1,5	2,8	4,9	7,4	7,3
Instituciones financieras no monetarias	189	2,7	2,4	2,6	2,6	3,1	3,2
Sociedades no financieras	2.456	1,2	0,6	0,0	-0,1	-0,1	-0,1

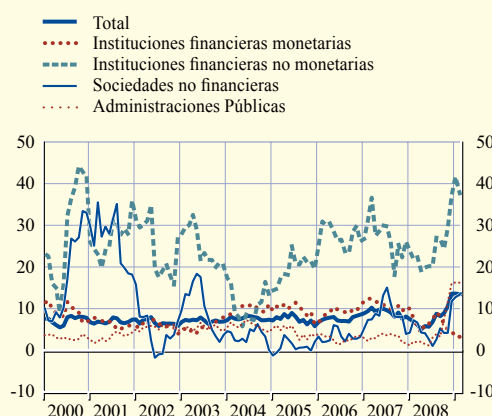
Fuente: BCE.

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».

Los datos desestacionalizados, que son más adecuados para evaluar las tendencias a corto plazo, apuntan a la estabilización del crecimiento total de la emisión de valores distintos de acciones en niveles elevados, con una tasa de crecimiento semestral anualizada que se situó en el 13,6% en febrero del 2009, es decir, sólo 0,1 puntos porcentuales por debajo de los niveles registrados en enero y diciembre. La emisión total de valores distintos de acciones sigue estando impulsada, en su mayor parte, por las emisiones de las instituciones financieras no monetarias, cuya tasa de crecimiento parece haber experimentado un ligero retroceso en febrero del 2009. Al mismo tiempo, la aceleración observada en la emisión por parte de las sociedades no financieras y las Administraciones Públicas causó un efecto compensador sobre la cifra total (véase gráfico 7).

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.

En particular, como consecuencia del mayor recurso de las empresas a la financiación en los mercados de capitales, la tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por las sociedades no financieras volvió a aumentar en febrero, hasta el 7,8%, esto es 1 punto porcentual más que en enero. Este nuevo incremento se explica en su totalidad por el marcado descenso de la tasa de crecimiento interanual de la emisión de valores distintos de acciones a largo plazo, que compensó con creces la caída de la tasa de crecimiento interanual de la emisión de valores a corto plazo. Los elevados volúmenes y el ritmo sostenido de la emisión neta de este tipo de valores a largo plazo observados desde finales del 2008 sugieren que las empresas están aprovechando la reducción de los diferenciales de la deuda pública para asegurarse financiación. Este rápido ritmo de crecimiento de la financiación mediante valores de renta fija también puede reflejar, hasta cierto punto, efectos de sustitución frente a la financiación mediante préstamos y la menor disponibilidad de fondos internos (véase también el recuadro 3). Pese a que, según los resultados de la encuesta sobre préstamos bancarios de abril del 2009 (véase recuadro 2), se han observado algunas señales de mejora en las condiciones aplicadas a la concesión de préstamos bancarios, dichas condiciones siguen siendo extraordinariamente restrictivas. Por tanto, dado que están afrontando la posibilidad de que siga restringiéndose el acceso a los préstamos bancarios, es posible que las sociedades no financieras estén tratando de asegurar la financiación de la deuda recurriendo en mayor medida a los valores de renta fija. Sin embargo, la actividad emisora de valores distintos de acciones por parte de este sector sigue favoreciendo a las empresas con calificaciones crediticias elevadas y a los sectores no cíclicos que, en parte, están protegidos de la recesión.

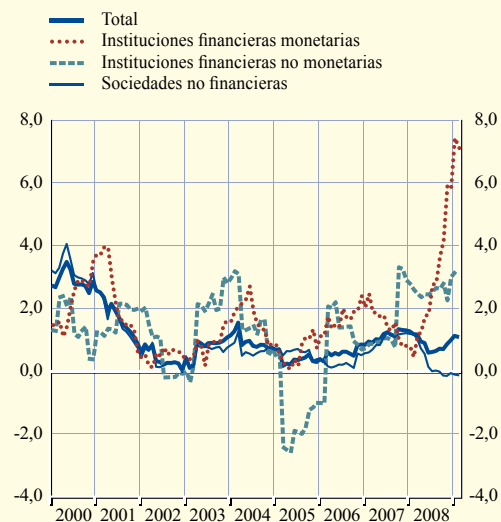
Por lo que se refiere al sector financiero, la tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por las IFM se recuperó en febrero del 2009, hasta el 6,3%, en comparación con el 5,3% registrado en enero, reflejando el repunte de la emisión de valores distintos de acciones a todos los plazos, y especialmente de valores a largo plazo, por parte de las IFM relacionada, en parte, con las necesidades de refinanciación de *conduits* (sociedades vehiculares) filiales de IFM. Por primera vez desde agosto del 2008, los datos de seis meses desestacionalizados de la tasa de crecimiento interanual de la emisión de valores distintos de acciones por las IFM apuntan a un ligero aumento, aunque todavía permanecen en niveles históricamente reducidos.

Los valores distintos de acciones emitidos por las instituciones financieras no monetarias siguen siendo, con diferencia, el componente que está registrando el crecimiento más rápido entre todos los valores distintos de acciones emitidos, con una tasa de crecimiento interanual del 32,5% en febrero del 2009. Esta evolución sigue reflejando la persistencia de un nivel elevado de titulizaciones retenidas por sociedades instrumentales patrocinadas por entidades de crédito, pese a que los mercados de productos titulizados siguen planteando dificultades.

La tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por las Administraciones Públicas también siguió aumentando acusadamente, hasta el 9,8% en febrero del 2009. La tasa de crecimiento semestral anualizada de los valores distintos de acciones emitidos por este sector se situó en torno al 16% en enero y febrero del 2009, un nivel muy elevado si se compara con una tasa media de alrededor del 4% registrada, en general, desde 1999. Se espera que en los próximos meses se produzcan nuevos incrementos, dadas las considerables necesidades de financiación de los Gobiernos de la zona del euro.

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.

ACCIONES COTIZADAS

La tasa de crecimiento interanual de las acciones cotizadas emitidas por residentes en la zona del euro se mantuvo estable, en el 1,1%, en febrero del 2009, sin que se registraran variaciones importantes en la tasa de crecimiento interanual de la emisión de este tipo de valores por parte de ninguno de los principales emisores. En particular, la tasa de crecimiento interanual de la emisión de acciones por las instituciones financieras monetarias y no monetarias se mantuvo en niveles elevados, el 7,3% y el 3,2%, respectivamente, reflejando la utilización de los derechos de emisión por numerosas instituciones financieras de la zona del euro, con el fin de contribuir a sanear sus balances. Al mismo tiempo, en un entorno de aumento constante del coste de la financiación mediante acciones, la tasa de crecimiento interanual de las acciones cotizadas emitidas por sociedades no financieras siguió siendo negativa, situándose en el -0,1% en febrero (véase gráfico 8).

2.3 TIPOS DE INTERÉS DEL MERCADO MONETARIO

Los tipos de interés del mercado monetario sin garantías registraron un nuevo descenso en abril, mientras que la evolución de los tipos de interés del mercado monetario con garantías fue heterogénea. En general, los diferenciales entre los tipos sin garantías y los tipos con garantías continuaron reduciéndose, especialmente en el caso de los tipos de interés a tres meses o a plazo superior. El Eurosistema continuó proporcionando abundante liquidez al sistema financiero en abril, aplicando procedimientos 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 abril del 2009, aunque a un ritmo más lento que en meses anteriores. El 6 de mayo, los tipos EURIBOR a un mes, a tres meses, a seis meses y a doce meses se situaban en el 0,9%, el 1,33%, el 1,53% y el 1,7%, respectivamente, es decir, 20, 16, 12 y 10 puntos básicos por debajo de los niveles observados el 1 de abril. Este descenso fue más pronunciado en los tipos a más corto plazo, con el resultado de que el diferencial entre los tipos EURIBOR a doce meses y a un mes aumentó hasta 80 puntos básicos el 6 de mayo, en comparación con 70 puntos básicos el 1 de abril (véase gráfico 9).

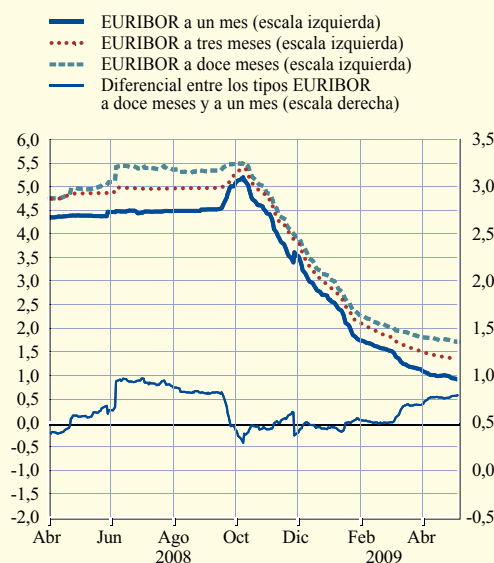
La evolución de los tipos *swap* del EONIA fue bastante heterogénea durante ese período. Los tipos de interés a plazos inferiores a tres meses siguieron disminuyendo, mientras que los tipos a más de tres meses aumentaron. En conjunto, para el 6 de mayo, los diferenciales entre el EURIBOR sin garantías y el índice del EONIA *swap* eran inferiores, en términos generales, a los observados a principios de abril, con la excepción de los plazos más cortos, en los que se registró un ligero aumento. Entre el 1 de abril y el 6 de mayo, el diferencial a tres meses se redujo de 81 puntos básicos a 65 puntos básicos, un nivel similar al de comienzos de septiembre del 2008, antes de la intensificación de las tensiones en el mercado monetario de la zona del euro.

El 6 de mayo, 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 1,225%, el 1,230% y el 1,395%, respectivamente, es decir, sin variaciones para los contratos con vencimiento en junio del 2009 y un ligero descenso, de 2,5 y 3,5 puntos básicos, respectivamente, para los contratos con vencimiento en septiembre y diciembre del 2009, en comparación con los niveles del 1 de abril. Estas variaciones limitadas indican que las expectativas en relación con los tipos de interés oficiales del BCE hasta principios del 2010 prácticamente no se han modificado.

Durante el período de mantenimiento que finalizó el 7 de abril, el EONIA tuvo un comportamiento relativamente volátil, pero se mantuvo en niveles considerablemente inferiores al tipo de interés de las operaciones principales de financiación, situándose entre 49 y 71 puntos básicos por debajo de dicho tipo. La única excepción se produjo el 31 de marzo, cuando el EONIA ascendió hasta el 1,636% como consecuencia del efecto de fin de trimestre (véase gráfico 10). El 2 de abril, el Consejo de Gobierno decidió recortar otros 25 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 1,25% y los tipos de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito hasta el 2,25% y el 0,25%, respectivamente. No obstante, en el período de mantenimiento que comenzó el 8 de abril, el EONIA siguió fluctuando en torno a los niveles observados en el período de mantenimiento anterior, lo que hizo que el diferencial con respecto al tipo de interés de las operaciones principales de financiación descendiera hasta situarse en torno a 30

Gráfico 9 Tipos de interés del mercado monetario

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



Fuentes: BCE y Reuters.

puntos básicos. Posteriormente, hacia finales de abril, el EONIA disminuyó y el 6 de mayo se situó en el 0,53%, lo que se tradujo en un diferencial de 72 puntos básicos entre el EONIA y el tipo de interés de las operaciones principales de financiación. Este descenso reflejó la situación de abundancia de liquidez imperante en el mercado monetario, resultado de la política de adjudicación plena de liquidez, junto con un recurso más limitado a la facilidad de depósito que en periodos de mantenimiento recientes.

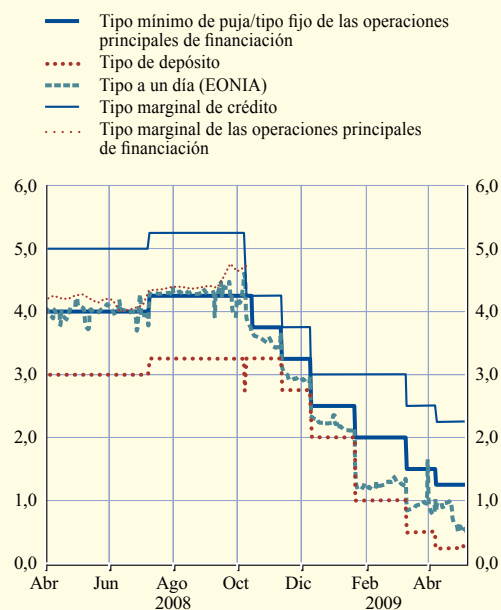
Como consecuencia de la política actual de gestión de la liquidez del Eurosistema, el volumen de liquidez proporcionado al mercado estuvo determinado únicamente por las pujas presentadas por las entidades en las subastas. En las operaciones principales de financiación de los días 7, 14, 21 y 28 de abril y 5 de mayo, el BCE adjudicó, respectivamente, 125,4 mm de euros, 85,9 mm de euros, 122,6 mm de euros y 91,8 mm de euros por encima de la adjudicación de referencia, y 89 mm de euros por debajo de dicha adjudicación. De este modo, en general, las entidades de contrapartida obtuvieron más liquidez de la necesaria para cumplir las exigencias de reservas y tomar en consideración los factores autónomos. Posteriormente, parte de esa liquidez se absorbió mediante el recurso a la facilidad de depósito que, en el periodo de mantenimiento que comenzó el 8 de abril, se redujo sustancialmente en comparación con el periodo de mantenimiento anterior, aunque siguió siendo considerable. El recurso diario a la facilidad de depósito se situó, en promedio, en 37,1 mm de euros entre el 8 de abril y el 6 de mayo, mientras que el promedio en el periodo que finalizó el 7 de abril fue de 57,8 mm de euros. Si se considera la evolución desde finales del 2008, esta persistente caída proporciona nueva evidencia de la normalización en curso de las condiciones en el mercado monetario de la zona del euro tras las tensiones registradas en septiembre del 2008. El recurso medio diario a la facilidad marginal de crédito también disminuyó, situándose en unos 0,9 mm de euros entre el 8 de abril y el 6 de mayo, desde 1,1 mm de euros en el periodo de mantenimiento anterior.

En cuanto a otras operaciones, el Eurosistema realizó una operación de ajuste el 7 de abril, último día de ese periodo de mantenimiento, en la que absorbió 103,9 mm de euros en una operación a tipo de interés variable con un tipo máximo del 1,50%, un tipo marginal del 1,30% y un tipo medio ponderado del 1,12%. En la operación de financiación a plazo más largo efectuada el 29 de abril (con adjudicación plena, un tipo de interés fijo del 1,25% y vencimiento a tres meses), el importe adjudicado ascendió a 31,17 mm de euros. En las operaciones de financiación a plazo más largo con diversos plazos de vencimiento realizadas los días 8, 9 y 16 de abril, con un tipo fijo del 1,50%, el BCE adjudicó un total de 181,08 mm de euros, superando los 161,23 mm de euros adjudicados en las operaciones equivalentes del periodo 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

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

(en porcentaje; datos diarios)



Fuentes: BCE y Reuters.

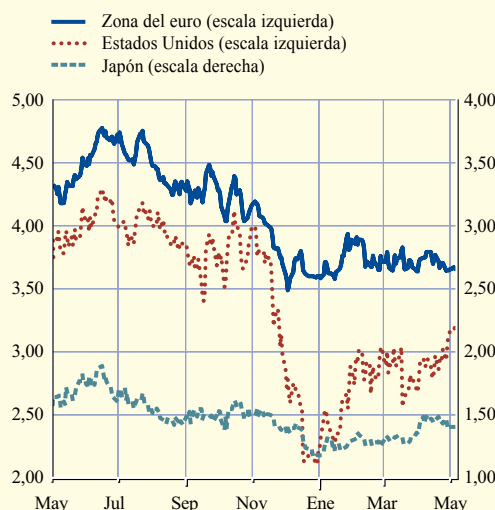
de garantía admitidos por el Eurosistema, en el período que comenzó el 8 de abril, en operaciones con diversos plazos de vencimiento realizadas los días 9, 23 y 30 de abril. El BCE también continuó proporcionando a las entidades de contrapartida del Eurosistema financiación en dólares estadounidenses y en francos suizos a cambio de euros a través de operaciones de *swaps* de divisas.

2.4 MERCADOS DE RENTA FIJA

En abril y comienzos de mayo, el rendimiento de la deuda pública a largo plazo aumentó ligeramente en la zona del euro y de forma más acusada en Estados Unidos. El mejor clima de los mercados respecto a los activos de riesgo, ante señales de estabilización de las perspectivas económicas, ejerció presiones al alza sobre el rendimiento de la deuda pública a largo plazo. En la zona del euro, esta tendencia general al alza se vio contrarrestada, en parte, por nuevos descensos de los diferenciales de deuda soberana entre países de la zona. En Estados Unidos, la fuerte caída del rendimiento de los bonos, observada tras el anuncio realizado en marzo por el Comité de Operaciones de Mercado Abierto de la Reserva Federal, se invirtió totalmente. Las tasas de inflación implícitas forward a largo plazo de la zona del euro se elevaron ligeramente.

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.

En comparación con finales de marzo, el rendimiento de la deuda pública aumentó ligeramente en la zona del euro y registró un fuerte incremento de 50 puntos básicos en Estados Unidos. El 6 de mayo, el rendimiento de la deuda pública a diez años se situó en el 3,7% en la zona del euro y en el 3,2% 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 estrechó, hasta situarse en torno a -50 puntos básicos al final del período considerado. En Japón, el rendimiento de la deuda pública a diez años aumentó ligeramente, hasta situarse en el 1,4% el 6 de mayo. La volatilidad implícita de los mercados de renta fija no experimentó, en general, cambios en la zona del euro y aumentó ligeramente en Estados Unidos, reflejo de las pronunciadas fluctuaciones registradas recientemente en los rendimientos.

En Estados Unidos, el rendimiento de los bonos a largo plazo aumentó notablemente en el mes de abril y a principios del mes siguiente, situándose el 6 de mayo en un nivel ligeramente superior al observado justo antes del anuncio realizado el 18 de marzo por el Comité de Operaciones de Mercado Abierto de la Reserva Federal, que dio a conocer el plan de comprar títulos a largo plazo del Tesoro por valor de hasta 300 mm de dólares. El rendimiento de los bonos creció sobre todo en los primeros días de abril, probablemente como reflejo de los desplazamientos de fondos que volvían a fluir hacia los activos de riesgo, ante la aparente mejora del clima de los mercados tras la reunión celebrada en Londres por el G-20 el 2 de abril. Además, las incipientes señales de una posible desaceleración del deterioro de las perspectivas económicas pueden haber ejercido presiones adicionales al alza sobre el rendimiento de los bonos a largo plazo.

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

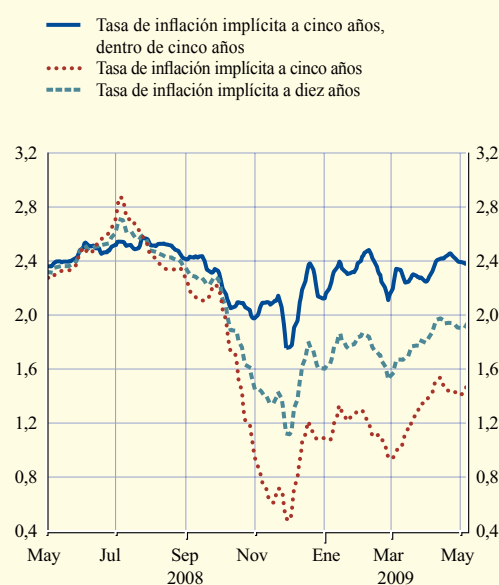
(en porcentaje; medias móviles de cinco días de datos diarios; datos desestacionalizados)



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.

En la zona del euro, el rendimiento de la deuda pública a largo plazo aumentó sólo ligeramente en el período considerado, fluctuando en torno a sus niveles de finales de marzo, con una volatilidad relativamente reducida. Las presiones generales al alza sobre el rendimiento de la deuda pública a largo plazo elevaron también el rendimiento de los bonos alemanes. Sin embargo, en el ámbito de la zona del euro estos aumentos se vieron contrarrestados, en gran medida, por nuevos descensos de los diferenciales de deuda soberana. En todos los países de la zona del euro en los que existe deuda pública a diez años, los diferenciales entre el rendimiento de esta deuda y el de los correspondientes bonos alemanes volvieron a estrecharse en abril y principios de mayo. El nivel todavía elevado de los diferenciales de deuda soberana entre países de la zona del euro sigue reflejando una acusada aversión al riesgo por parte de los inversores, unida a la escasa liquidez disponible en algunos mercados de deuda soberana y a la preocupación por la carga fiscal asociada a las perspectivas económicas y a las medidas adoptadas.

En abril y comienzos de mayo, el rendimiento de los bonos a largo plazo indicados con la inflación de la zona del euro registró nuevamente un ligero descenso. El rendimiento real *spot* a cinco y diez años disminuyó unos 10 y 5 puntos básicos, respectivamente, hasta situarse en el 1,2% y el 1,8%. Pese a las recientes mejoras, la actividad en los mercados de bonos indicados con la inflación sigue dando muestras de cierta debilidad, por lo que el rendimiento de estos bonos y las tasas de inflación implícitas han de interpretarse todavía con cautela.

Unido al ligero aumento del rendimiento nominal de la deuda pública a largo plazo, el descenso del rendimiento real elevó las tasas de inflación implícitas *spot* a cinco y diez años en unos 15 puntos básicos, hasta situarlas, respectivamente, en el 1,5% y el 2% el 6 de mayo. 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) aumentaron ligeramente, hasta el 2,4%. Las tasas de inflación implícitas *forward* a largo plazo obtenidas de los *swaps* indicados con la inflación se elevaron también ligeramente en abril y comienzos de mayo.

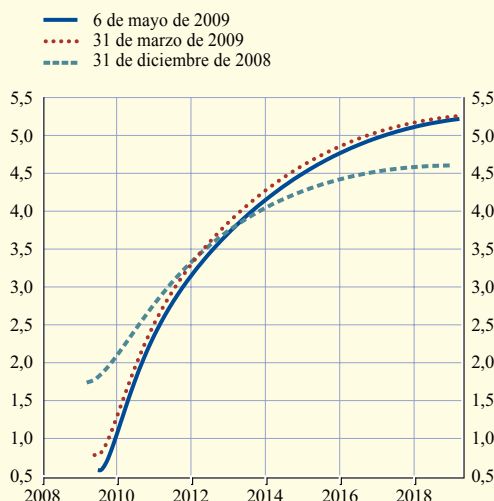
La estructura temporal de los tipos *forward* de la zona del euro muestra como el comportamiento general del rendimiento de la deuda pública a largo plazo de la zona del euro puede descomponerse entre las variaciones de las expectativas de tipos de interés (y de las correspondientes primas de riesgo) en distintos horizontes temporales (véase gráfico 14). En comparación con finales de marzo, el nivel y la forma de la curva de tipos *forward* de la zona del euro no han experimentado prácticamente cambios.

En relación con los niveles de finales de marzo, en el sector no financiero los diferenciales de renta fija privada volvieron a estrecharse, registrando una notable disminución para los bonos con calificación crediticia más baja y un ligero aumento para los bonos con calificación más alta. En el sector financiero los diferenciales se estrecharon en todas las calificaciones crediticias.

Aunque los niveles todavía elevados de los diferenciales sugieren que persiste la inquietud de los mercados respecto a la solvencia financiera de los sectores financiero y no financiero, las recientes reducciones de los diferenciales reflejan la mejora general del clima de los mercados respecto a los activos de riesgo, tal y como se viene observando también en los mercados de renta variable y de deuda soberana.

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.

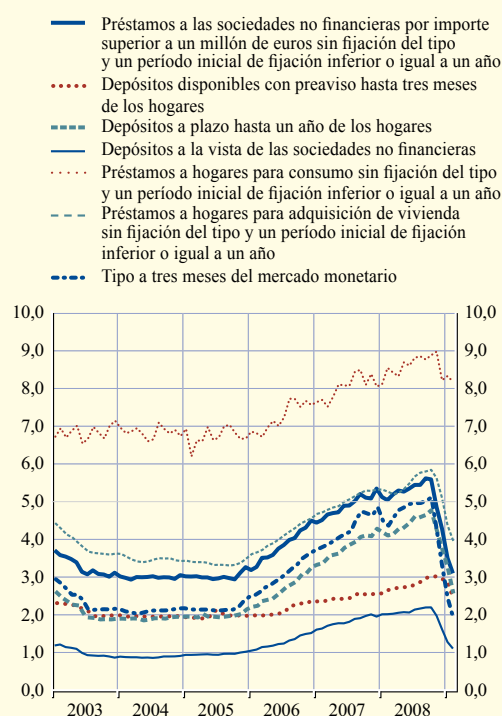
2.5 TIPOS DE INTERÉS APLICADOS A LOS PRÉSTAMOS Y A LOS DEPÓSITOS

En febrero del 2009, todos los tipos de interés aplicados por las IFM a los nuevos préstamos y depósitos de los hogares y de las sociedades no financieras continuaron descendiendo, la mayoría de manera sustancial, continuando con la tendencia a la baja que comenzó en noviembre del 2008 tras los recortes de los tipos de interés oficiales y las consiguientes reducciones de los tipos del mercado monetario y de los rendimientos de la deuda pública. Se espera que los diferenciales de los tipos de interés a corto plazo aplicados por las IFM con respecto a los tipos del mercado monetario disminuyan a medida que las modificaciones de los tipos de interés oficiales se transmitan gradualmente.

En febrero del 2009, la mayor parte de los tipos de interés a corto plazo aplicados por las IFM a los nuevos préstamos y depósitos se situaron en niveles considerablemente más reducidos que en el mes anterior, reflejando la respuesta al sustancial descenso de los tipos del mercado monetario desde sep-

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

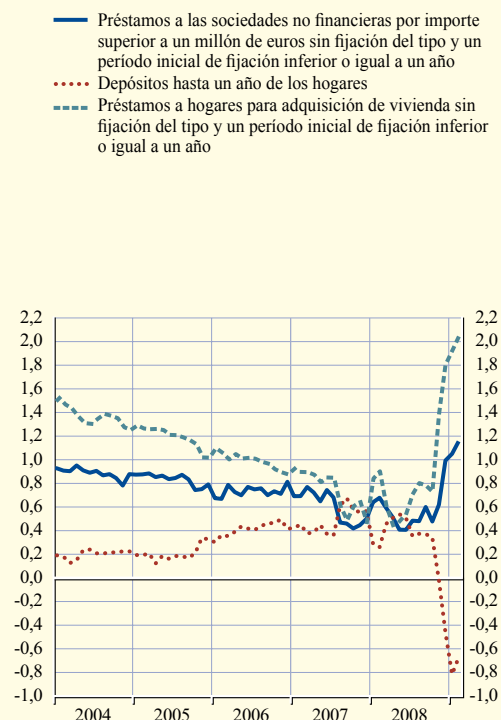
(en porcentaje; tipos de interés de las nuevas operaciones)



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.

tiembre del 2008 (véase gráfico 15). En cuanto a los hogares, los tipos de interés aplicados por las IFM a los préstamos para adquisición de vivienda experimentaron una acusada disminución (40 puntos básicos) en febrero, mientras que los tipos de interés aplicados al crédito al consumo se redujeron 15 puntos básicos. No obstante, al mismo tiempo, los tipos aplicados a los descubiertos en cuenta de los hogares aumentaron ligeramente, 5 puntos básicos. Por lo que respecta a las sociedades no financieras, los tipos de interés a corto plazo aplicados por las IFM a los nuevos préstamos también volvieron a descender, 39 puntos básicos, en promedio, en febrero, con una caída algo más reseñable para los préstamos por importes elevados que para los de cuantía reducida. En general, los descensos de los tipos de interés a corto plazo aplicados por las IFM en febrero del 2009 fueron algo menos pronunciados que los observados en enero que, en general, fueron muy fuertes. Esta evolución refleja, en términos generales, variaciones similares de los tipos del mercado monetario correspondientes durante ese mismo período. Por ejemplo, el EURIBOR a tres meses se redujo 51 puntos básicos en febrero del 2009.

Los diferenciales entre los tipos de interés del mercado monetario y los tipos a corto plazo aplicados por las IFM siguieron siendo amplios en febrero (véase gráfico 16), como consecuencia de la lenta transmisión de las modificaciones de los tipos de interés oficiales a los tipos aplicados por las entidades de crédito.

dito a los depósitos y a los préstamos y créditos. Por ejemplo, entre septiembre del 2008 y febrero del 2009, el EURIBOR a tres meses se redujo 307 puntos básicos, en comparación con 182 puntos básicos en el caso de los tipos de interés aplicados a los préstamos a hogares para adquisición de vivienda sin período inicial de fijación del tipo o con período inicial de fijación inferior o igual a un año, y 252 puntos básicos en el de los préstamos por importes elevados otorgados a las sociedades no financieras con condiciones similares. Sin embargo, se dispone de indicaciones de que las modificaciones recientes de los tipos de interés oficiales están repercutiendo en los tipos aplicados por las entidades de crédito a los préstamos y créditos y a los depósitos en la misma medida que en el pasado, considerando la inercia habitual en el ajuste de estos tipos y las elevadas primas de riesgo de crédito inherentes a la preocupación existente acerca de las perspectivas de los balances de los prestatarios.

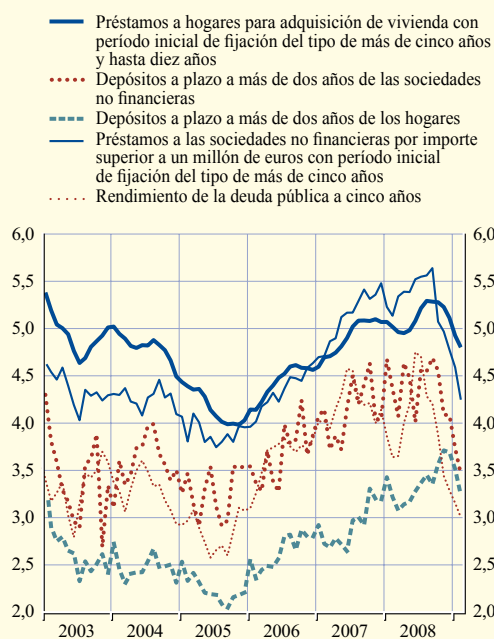
El descenso generalizado de los tipos de interés también es aplicable a los tipos a largo plazo aplicados por las IFM, ya que todos los tipos de interés aplicados por este sector a los préstamos con un período inicial de fijación de más de dos años volvieron a descender en febrero (véase gráfico 17). Por ejemplo, los tipos de interés a largo plazo aplicados por las IFM a los préstamos por importes elevados a las sociedades no financieras disminuyeron 34 puntos básicos, en promedio, en febrero, una caída sustancialmente superior a la registrada en los tipos de interés a largo plazo aplicados a los préstamos a hogares para adquisición de vivienda, que experimentó un descenso de 13 puntos básicos. A diferencia de los tipos a más corto plazo, las reducciones de los tipos a largo plazo aplicados por las IFM se situaron, en general, en niveles ligeramente superiores a los registrados por los tipos de los mercados de renta fija. El diferencial de la deuda pública a cinco años, por ejemplo, descendió de 15 puntos básicos entre enero y febrero del 2009, mientras que el correspondiente a la deuda pública a 10 años registró un ligero incremento.

Desde una perspectiva a más largo plazo, la mayor parte de los tipos de interés a largo plazo aplicados por las IFM a los préstamos a hogares apenas han experimentado variaciones desde mediados del 2007. En cambio, los tipos de interés a largo plazo aplicados por este sector a los préstamos por importes elevados a las sociedades no financieras han disminuido considerablemente y, en febrero del 2009, se situaban entre 100 y 170 puntos básicos por debajo de los niveles observados a mediados del 2007, dependiendo del plazo. Al mismo tiempo, los tipos a largo plazo aplicados a los préstamos por importes reducidos (esto es, por importe inferior o igual a 1 millón de euros) sólo descendieron ligeramente. Durante ese período, los diferenciales de la deuda pública a medio y a largo plazo registraron una reducción sustancial (entre 50 y 150 puntos básicos).

En cuanto a la evolución de la rentabilidad de las entidades de crédito de la zona del euro, el diferencial entre los tipos de interés de los préstamos y de los depósitos, tanto el basado en los saldos vivos como

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.

el basado en las nuevas operaciones, aumentó ligeramente en febrero del 2009 por primera vez desde octubre del 2008, lo que apunta a una ligera mejora de la capacidad de las entidades de crédito de la zona del euro para generar ingresos. No obstante, ambas medidas se mantuvieron en niveles considerablemente por debajo de los registrados antes de las turbulencias financieras.

2.6 MERCADOS DE RENTA VARIABLE

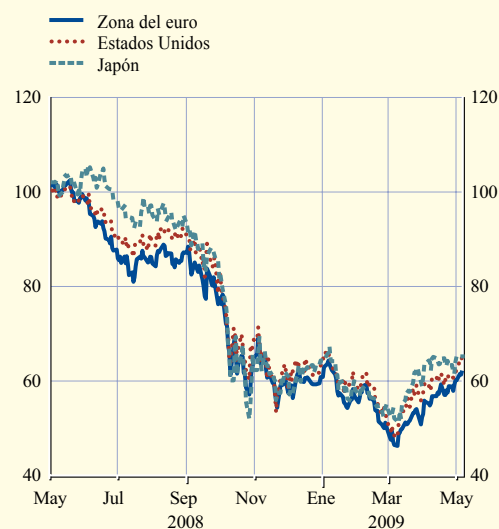
Las cotizaciones bursátiles siguieron subiendo en los mercados internacionales en abril y comienzos de mayo, como resultado, principalmente, de la mejora del clima de los mercados en relación con los activos de riesgo, ante las primeras señales de una posible desaceleración del deterioro de las perspectivas económicas. Entre finales de marzo y el 6 de mayo, los precios de las acciones subieron en la zona del euro y en Estados Unidos, un 19% y un 15%, respectivamente, observándose nuevamente las mayores ganancias en las cotizaciones del sector bancario. La volatilidad implícita de los mercados de renta variable disminuyó de forma significativa, lo que sugiere que los inversores esperan que las condiciones del mercado se mantengan en niveles relativamente favorables.

Entre finales de marzo y el 6 de mayo prosiguió la recuperación observada en marzo y los precios de las acciones continuaron subiendo en los mercados internacionales. En ese período, las cotizaciones bursátiles de la zona del euro, medidas por el índice Dow Jones EURO STOXX amplio, ganaron un 19%, las de Estados Unidos, medidas por el índice Standard & Poor's 500, subieron un 15%, y las de Japón, medidas por el índice Nikkei 225, aumentaron un 11% (véase gráfico 18). La incertidumbre a corto plazo de los mercados de renta variable, medida por la volatilidad implícita obtenida de las opciones sobre acciones, se redujo de forma significativa en los principales mercados (véase gráfico 19), mientras que la volatilidad esperada (y las correspondientes primas) de los valores a dos años incluidos en el índice Dow Jones EURO STOXX 50 disminuyó ligeramente. En general, estos indicadores sugieren que los agentes han llegado a esperar que la mayor tranquilidad observada en el mercado en las últimas semanas se mantendrá durante cierto tiempo. Además, la compensación por el riesgo de volatilidad puede haber disminuido al mismo tiempo que otras primas de riesgo, generando presiones adicionales a la baja sobre la volatilidad implícita.

Aunque las recientes señales alentadoras observadas en los mercados de renta variable, así como en los mercados de crédito empresarial y los mercados de crédito soberano, no se han asociado a pronunciadas mejoras correspondientes de los indicadores macroeconómicos, no dejan de apuntar a una importante recuperación de la confianza entre los inversores. Ello constituye al menos una inversión parcial del elevado pesimismo anteriormente reflejado en los precios de los activos de riesgo. La revisión de la valoración de los riesgos puede ser resultado de una percepción más favorable del mercado respecto a

Gráfico 18 Índices bursátiles

(índice: 1 de mayo 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.

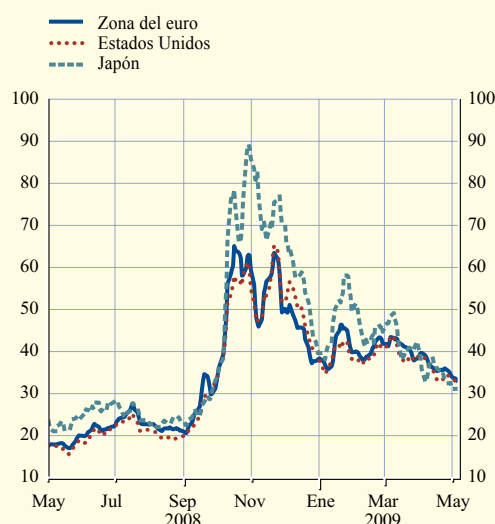
la eficacia de las medidas de ayuda financiera adoptadas por el sector público, en un contexto de ausencia de nuevas perturbaciones adversas de gran magnitud en el sector financiero. En efecto, los valores de renta variable del sector financiero siguieron registrando las mayores ganancias también en abril y primeros de mayo.

En la zona del euro los precios de las acciones subieron algo más que en Estados Unidos, posiblemente como consecuencia de cierto realineamiento tras las ganancias relativamente más elevadas observadas en Estados Unidos en marzo. Por sectores, la revisión de la valoración de los riesgos registrada en el período analizado fue particularmente acusada para el sector bancario, en el que el correspondiente índice sectorial se elevó un 38% en la zona del euro y un 49% en Estados Unidos. Aunque las subidas de las cotizaciones bursátiles de las sociedades no financieras cotizadas fueron menos pronunciadas, se cifraron en un 14% en la zona del euro y un 13% en Estados Unidos.

Los beneficios efectivos y esperados de las sociedades cotizadas de la zona del euro siguieron bajando en abril, aunque más lentamente que en los últimos meses. La tasa de crecimiento interanual de los beneficios efectivos por acción de las empresas incluidas en el índice Dow Jones EURO STOXX volvió a bajar ligeramente en el mes de abril, hasta el -31,1%, desde el -30,6% de marzo. En abril, la tasa de crecimiento interanual de los beneficios esperados por acción para los próximos doce meses sufrió un nuevo deterioro, hasta situarse en el -2,9%, desde el -1,9% de marzo. La evolución de los beneficios en abril volvió a diferir notablemente entre los distintos sectores. Mientras que el crecimiento interanual de los beneficios por acción del sector no financiero experimentó un descenso del 22%, el de las sociedades cotizadas del sector financiero registró una caída próxima al 60%.

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.

CUENTAS INTEGRADAS DE LA ZONA DEL EURO HASTA EL CUARTO TRIMESTRE DEL 2008

En este recuadro se presentan las cuentas integradas de la zona del euro que se publicaron el 30 de abril de 2009 en la web del BCE¹. Las cuentas publicadas ofrecen información completa sobre los ingresos, los gastos y las decisiones de financiación y de cartera de cada sector de la economía de la zona del euro hasta el cuarto trimestre del 2008. Estas cuentas reflejan cómo los agentes económicos reaccionaron ante la intensificación de la crisis financiera, el aumento asociado de la incertidumbre y la contracción de la actividad a escala mundial. Las cuentas integradas presentan tres ventajas principales. En primer lugar, incluyen nueva información no declarada anteriormente, en concreto sobre los sectores privados no financieros (hogares y sociedades no financieras). En segundo lugar, contienen información homogénea para cada uno de los sectores institucionales en su conjunto, integrando las cuentas financieras y no financieras. En tercer lugar, presentan los datos en un marco común, lo cual permite ampliar el ámbito para el análisis de las interacciones entre las variables financieras y de la economía real, así como las interrelaciones entre los sectores institucionales².

Al convertirse repentinamente la suave desaceleración cíclica de la actividad económica observada hasta el verano del 2008 en una pronunciada contracción a finales de año, el crecimiento interanual de la renta nominal disponible de la zona del euro se frenó en el cuarto trimestre del 2008, afectando a todos los sectores, aunque con distinta intensidad, y en particular a los hogares y a las Administraciones Públicas.

Comportamiento de los sectores institucionales

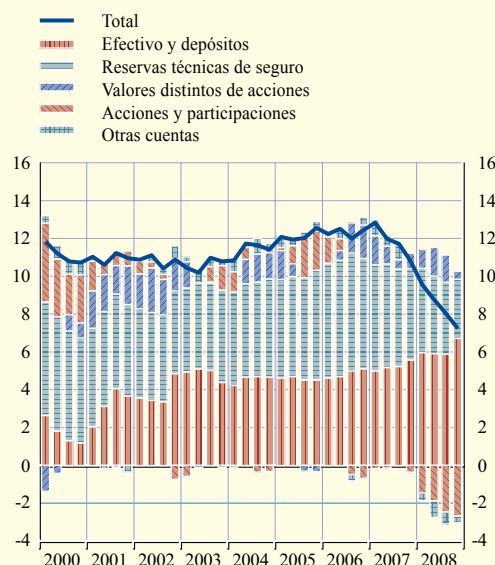
Las pronunciada ralentización observada en el —hasta ese momento— sólido crecimiento de la renta nominal de los *hogares* en el cuarto trimestre del 2008 tuvo su origen en una repentina desaceleración de la remuneración de los asalariados y de las rentas de los trabajadores autónomos, así como una abrupta contracción de las rentas de la propiedad recibidas. Estos efectos negativos se vieron mitigados sólo en parte por una nueva desaceleración de los impuestos pagados. Así pues, pese a la fuerte reducción observada en el deflactor del consumo (desde una tasa del 3,9% interanual en el tercer trimestre del 2008 hasta en el 1,9% en el cuarto trimestre del 2008), el crecimiento de la renta disponible real de los hogares mantuvo el mismo ritmo lento de los dos trimestres anteriores (un 0,7% interanual, la tasa de crecimiento más baja registrada desde el 2003). La mayor incertidumbre acerca de las perspectivas de la economía y del empleo, así como de los mercados de la vivienda, junto con una acusada caída en la renta financiera neta de los hogares (debido a pérdidas en las tenencias de acciones), llevó a los hogares a intensificar la reducción de su consumo real y a aumentar el ahorro, situando su tasa de ahorro en el 14,2% en el cuarto trimestre del 2008 (en términos de flujos acumulados de los cuatro últimos trimestres). Este hecho, asociado a la caída de la inversión de los hogares (en vivienda), provocó un nuevo incremento de su capacidad de financiación, que contribuyó a reducir su necesidad de financiarse mediante préstamos. Por el lado de los activos, la fuerte incertidumbre económica y financiera acentuó la preferencia de los hogares por la liquidez, tal como refleja el hecho de que este sector continuó reorientando su inversión financiera hacia el efec-

1 Estos datos pueden encontrarse en la web del BCE, en <http://sdw.ecb.europa.eu/browse.do?node=2019181>.

2 Para una introducción de las cuentas integradas de la zona del euro, véase el artículo titulado «Presentación de las estadísticas trimestrales sobre las cuentas de los sectores de la zona del euro», en el Boletín Mensual de noviembre del 2007.

Gráfico A Inversión financiera de los hogares

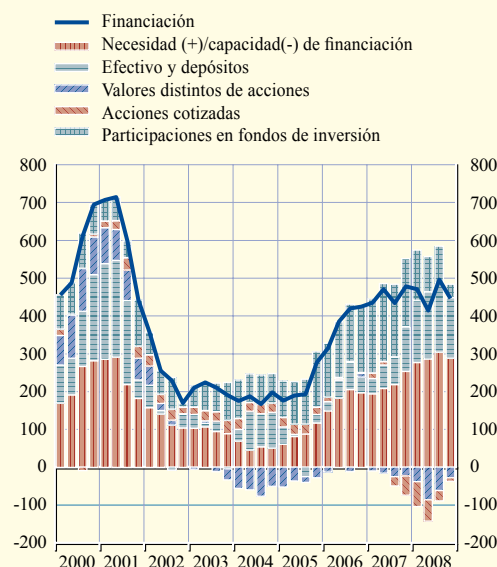
(tasas de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales)



Fuente: BCE.

Gráfico B Financiación de las sociedades no financieras y utilización de los fondos

(flujos acumulados de los cuatro últimos trimestres; mm de euros)



Fuentes: BCE y Eurostat.

Nota: Con fines de presentación, algunas operaciones con activos se compensan con sus pasivos, debido a que corresponden, principalmente, a operaciones internas del sector (préstamos, acciones no cotizadas, cuentas pendientes de cobro/de pago).

tivo y los depósitos, reduciendo sus tenencias de activos de más riesgo (acciones cotizadas, participaciones en fondos de inversión) y disminuyendo la acumulación de activos menos líquidos (reservas técnicas de seguro) – véase gráfico A.

Bajo el impacto de la pronunciada contracción de la actividad que se observó en el cuarto trimestre del 2008, el valor añadido bruto en términos nominales de las *sociedades no financieras*, en términos interanuales, se mantuvo estabilizado. Las empresas reaccionaron rápidamente conteniendo la remuneración de los asalariados (que reflejaba, principalmente, un efecto «volumen»: reducción del empleo, así como de las horas trabajadas por asalariado), limitando con ello el efecto negativo sobre los márgenes agregados (el excedente bruto de explotación cayó un 4,1% en tasa interanual, frente al +1,6% del tercer trimestre del 2008). El ahorro de las sociedades no financieras mostró incluso un crecimiento positivo, basado en una caída de los dividendos y de los impuestos directos desembolsados. En este contexto de reducción de la demanda mundial y de descenso de la utilización de la capacidad productiva, unido a un endurecimiento de las condiciones de financiación, el crecimiento interanual de la formación bruta de capital de estas sociedades se tornó repentinamente negativo (-3,3%, en tasa interanual) tras un largo período de crecimiento (+7% hasta el tercer trimestre del 2008). Debido a estos rápidos ajustes, las sociedades no financieras lograron reducir su necesidad de financiación en el cuarto trimestre del 2008, a pesar del impacto negativo de la recesión, tras un prolongado período de mayor dependencia de la financiación externa, como puede observarse en el gráfico B. Las sociedades no financieras también redujeron sustancialmente sus compras de acciones cotizadas en el cuarto trimestre del 2008, en fuerte contraste con el aumento de sus adquisiciones hasta el tercer trimestre del 2008, y limitaron sus recompras de acciones. Ade-

más, las sociedades no financieras siguieron reduciendo sus reservas de liquidez, a pesar de una carrera generalizada por conseguir efectivo, al desacelerarse de forma acusada la acumulación de depósitos de las empresas y continuar la desinversión de valores distintos de acciones y de participaciones en fondos de inversión, aunque a un ritmo menor (véase gráfico B). La tasa de crecimiento interanual de la financiación externa de las sociedades no financieras volvió a ralentizarse, pero la financiación mediante préstamos siguió siendo considerable, debido a la necesidad de estas sociedades de financiar su posición deudora neta, que aún era elevada; también reflejaba una retirada de fondos de líneas de crédito establecidas anteriormente y otros tipos de financiación predeterminados. A la paralización del mercado de renta fija en las semanas posteriores a la quiebra de Lehman Brothers le siguió su reapertura y un aumento de la emisión de valores distintos de acciones hacia finales de año, aunque con unos rendimientos más elevados. Así pues, la tasa de crecimiento de la emisión de valores se incrementó a lo largo del trimestre, reflejando en parte unas condiciones de concesión de crédito más restrictivas.

El rápido deterioro de las cuentas de las *Administraciones Públicas* fue consecuencia, principalmente, del efecto de los estabilizadores automáticos en una economía en desaceleración, con un fuerte descenso de los impuestos directos sobre las sociedades no financieras, una caída de los impuestos indirectos y un débil crecimiento de los impuestos directos sobre los hogares. Los Tesoros Públicos incrementaron considerablemente la emisión de deuda en el cuarto trimestre 2008, con el fin de financiar los déficit, así como las importantes compras de activos (préstamos, valores distintos de acciones y acciones no cotizadas) llevadas a cabo en el contexto de las medidas de rescate financiero (en torno a 190 mm de euros, solamente en el cuarto trimestre del 2008).

La renta disponible neta de la *instituciones financieras* se contrajo –aunque se mantuvo en niveles elevados– debido a los menores ingresos por dividendos (aunque se siguieron pagando dividendos importantes), a pesar de que su excedente bruto de explotación se recuperó, como consecuencia de los mayores márgenes de los préstamos y de una marcada desaceleración de la remuneración de los asalariados. En el contexto del desapalancamiento actual, la expansión trimestral de sus balances se redujo considerablemente (100 mm de euros al trimestre, frente a más de un billón de euros, anteriormente). En el cuarto trimestre en su conjunto, las pérdidas del sector por tenencias de activos estructurados se compensaron con las ganancias en sus tenencias de valores públicos.

Renta de la zona del euro y necesidad/capacidad de financiación

El crecimiento de la renta disponible bruta (en términos nominales) de la zona del euro quedó frenado repentinamente en el cuarto trimestre del 2008 (+0,2% en tasa interanual, frente al 3,1% registrado en el tercer trimestre del 2008), como consecuencia de la caída del crecimiento del PIB nominal. Esta desaceleración tan acusada afectó, sobre todo, a las *Administraciones Públicas* y a los hogares, mientras que las sociedades no financieras mostraron una recuperación de su renta. La resistencia del crecimiento de la renta bruta de los hogares que se había observado los trimestres anteriores desapareció, y esta variable creció un 2,5%, en tasa interanual, en el cuarto trimestre, desde el 4,6% registrado en el tercer trimestre. A causa de los estabilizadores automáticos, la renta disponible bruta de las *Administraciones Públicas* cayó un 4,9%, en tasa interanual, en el cuarto trimestre del 2008; un rápido descenso si se compara con el -1% del tercer trimestre del 2008 y el +2,9% del primer trimestre del 2008. La renta disponible de las instituciones financieras se redujo de forma acusada (véase gráfico C).

Gráfico C Renta disponible bruta de la zona del euro – contribución por sectores

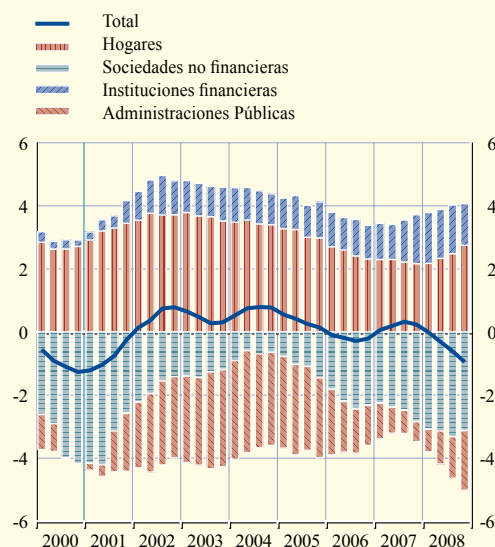
(tasas de variación interanual, contribuciones en puntos porcentuales)



Fuentes: BCE y Eurostat.

Gráfico D Capacidad/necesidad de financiación en la zona del euro

(en porcentaje del PIB; flujos acumulados de los cuatro últimos trimestres)



Fuentes: BCE y Eurostat.

La contracción observada en el ahorro bruto de la zona del euro se aceleró en el cuarto trimestre del 2008 (-7% en tasa interanual), debido a que el acusado descenso del ahorro de las Administraciones Públicas y de las instituciones financieras superó el aumento del ahorro de los hogares. El crecimiento de la formación bruta de capital fijo en la zona del euro se tornó repentinamente negativo en el cuarto trimestre 2008. La inversión en capital fijo de las sociedades no financieras se contrajo un 5,5%, en términos anuales, hasta el cuarto trimestre del 2008, tras haber mostrado cierta resistencia hasta poco antes (+5,4% hasta el tercer trimestre del 2008), con las empresas retrasando sus proyectos en un entorno de condiciones de financiación restrictivas y de deterioro de las perspectivas de la demanda. La inversión de los hogares en capital fijo (inversión residencial y formación de capital de empresas sin personalidad jurídica propia) siguió reduciéndose un 5,5% en tasa interanual.

Al contraerse el ahorro más que la inversión, la necesidad/capacidad de financiación de la zona del euro (que se tornó negativa en el segundo trimestre del 2008) continuó deteriorándose, hasta situarse en el -0,9% del PIB, en términos de flujos acumulados de los cuatro últimos trimestres. La necesidad de financiación de la zona del euro durante el último año es reflejo del déficit observado en las cuentas corrientes y de capital. Este empeoramiento, a pesar del favorable efecto de la caída de los precios de las materias primas a finales del 2008, fue consecuencia de una significativa contracción del volumen de exportaciones netas, al enfriarse rápidamente la demanda exterior, así como de la caída de las rentas netas de la propiedad recibidas. Desde un punto de vista sectorial, el deterioro de la necesidad/capacidad de financiación de la zona del euro se debió al pronunciado incremento observado en la necesidad de financiación del sector público, que superó el aumento de la capacidad de financiación neta de los hogares y la reducción de la necesidad de financiación neta de las sociedades no financieras (véase gráfico D).

Así pues, la zona del euro en su conjunto mostró de nuevo una necesidad de financiación neta hasta el cuarto trimestre del 2008, como consecuencia del saldo entre ahorro e inversión en la cuenta no financiera. Las prolongadas turbulencias financieras provocaron una desaceleración considerable de las operaciones transfronterizas en términos brutos. Las entradas netas de depósitos, que seguían siendo elevadas en los primeros tres trimestres, cayeron sustancialmente en el cuarto trimestre, al paralizarse las operaciones interbancarias transfronterizas tras la quiebra de Lehman Brothers. Sin embargo, lo anterior se vio contrarrestado, en parte, por el incremento de entradas netas de valores distintos de acciones. Las salidas anuales «netas» de acciones y participaciones se mantuvieron, mientras que las salidas netas de préstamos se redujeron (y se convirtieron en entradas en el cuarto trimestre).

Financiación de los sectores no financieros y mercados financieros

La tasa de crecimiento interanual de la financiación total de los sectores no financieros se recuperó ligeramente en el cuarto trimestre del 2008, en términos de flujos acumulados de los cuatro últimos trimestres, debido a que las Administraciones Públicas emitieron deuda de forma muy activa, mientras que la financiación no pública siguió reduciéndose³. Por el lado de la inversión financiera, la adquisición neta de activos financieros por los sectores no financieros se recuperó en el cuarto trimestre del 2008, como consecuencia de una acumulación excepcionalmente importante de activos por parte de las Administraciones Públicas, relacionada principalmente con las operaciones de rescate financiero. Por el contrario, la adquisición neta de activos financieros por parte de los hogares y de las sociedades no financieras continuó disminuyendo.

Desde la perspectiva de los instrumentos financieros, en el mercado de valores de renta fija, mientras que las Administraciones Públicas aumentaban masivamente las emisiones de deuda, las IFM se convirtieron en compradores netos al reanudar sus adquisiciones y tornarse negativa su emisión neta. El resto del mundo también incrementó sus compras netas, mientras que los hogares pasaron a ser vendedores y las empresas de seguros y los fondos de pensiones redujeron sus adquisiciones. En lo que se refiere al mercado de fondos de inversión, las amortizaciones netas de participaciones en fondos de inversión no monetarios se aceleraron, y el resto del mundo se convirtió en vendedor neto. En cuanto al mercado de acciones cotizadas, las sociedades no financieras disminuyeron sus compras, mientras que las IFM y los hogares continuaron siendo importantes vendedores netos.

La dinámica del balance estuvo dominada por las pérdidas de tenencias

En el contexto del lento crecimiento de las tasas de variación de la financiación de todos los sectores, los movimientos observados en los balances estuvieron dominados por las revalorizaciones negativas. La caída de los precios de las acciones en todo el mundo tuvo unos efectos adversos sobre la riqueza financiera neta de los hogares, hasta un importe acumulado de 1,5 billones de euros hasta el cuarto trimestre del 2008. En los mercados de renta fija, el aumento de los precios de la deuda pública (y del dólar) en el segundo semestre compensó las enormes pérdidas de valor de los «activos tóxicos». Se recuerda que, en el caso de los préstamos, que se valoran por el nominal, el deterioro del valor sólo afecta a la riqueza financiera de los acreedores cuando efectivamente se contabilizan, lo que ocurre normalmente con un retraso evidente.

3 La tasa de crecimiento interanual de la financiación total de las cuentas integradas de la zona del euro es más moderada que la tasa de crecimiento de la financiación que se obtiene de sus componentes en las estadísticas monetarias y bancarias, así como en las estadísticas de emisión de valores del BCE, debido a una cobertura mayor y a otras diferencias metodológicas.

3 PRECIOS Y COSTES

Según la estimación de Eurostat, la inflación interanual medida por el IAPC de la zona del euro se situó en el 0,6% en abril del 2009, sin cambios con respecto al mes de marzo. 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 anterior 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 y que se mantengan temporalmente en niveles negativos durante unos meses 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 se situó en el 0,6% en abril del 2009, sin cambios con respecto a marzo (véase cuadro 4). Aunque no se dispone todavía del detalle de esta estimación, se sabe que no se han producido efectos de base significativos en abril. La evolución de los precios del petróleo y los datos nacionales sugieren que los precios de la energía y de los alimentos han moderado la inflación, mientras que las tasas de variación interanual de los precios de los servicios y de los bienes industriales no energéticos pueden haber aumentado.

El detalle del IAPC de marzo indica que la caída de la inflación en relación con el mes precedente fue reflejo de los descensos de las tasas de variación interanual de la mayoría de los componentes del índice, especialmente de los de la energía y de los servicios, como consecuencia, en parte, de efectos de base (véase gráfico 20). La tasa de variación interanual de los precios de la energía disminuyó en marzo hasta el -8,1%. Aunque gran parte de esta reducción fue resultado de un fuerte efecto de base a la baja, los precios de la energía descendieron ese mes un 1,2% en comparación con febrero, como consecuencia, principalmente, de la disminución de los precios del transporte y de los combustibles para calefacción, pese a la subida de los precios del petróleo observada en marzo. La caída de los precios de los combustibles para calefacción, que fue particularmente acusada, estuvo fundamentalmente relacionada con la marcada contracción de los márgenes del refino del gasóleo hasta

Cuadro 4 Evolución de los precios

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

	2007	2008	2008 Nov.	2008 Dic.	2009 Ene.	2009 Feb.	2009 Mar.	2009 Abr.
IAPC y sus componentes								
Índice general ¹⁾	2,1	3,3	2,1	1,6	1,1	1,2	0,6	0,6
Energía	2,6	10,3	0,7	-3,7	-5,3	-4,9	-8,1	.
Alimentos no elaborados	3,0	3,5	2,8	2,8	2,6	3,3	2,4	.
Alimentos elaborados	2,8	6,1	4,2	3,5	2,7	2,0	1,6	.
Bienes industriales no energéticos	1,0	0,8	0,9	0,8	0,5	0,7	0,8	.
Servicios	2,5	2,6	2,6	2,6	2,4	2,4	1,9	.
Otros indicadores de precios								
Precios industriales	2,7	5,9	2,8	1,1	-0,7	-1,7	-3,1	.
Precios del petróleo (euro/barril)	52,8	65,9	43,1	32,1	34,3	34,6	36,5	39,0
Precios de las materias primas no energéticas	9,2	4,4	-7,7	-17,1	-20,7	-24,5	-24,9	-19,5

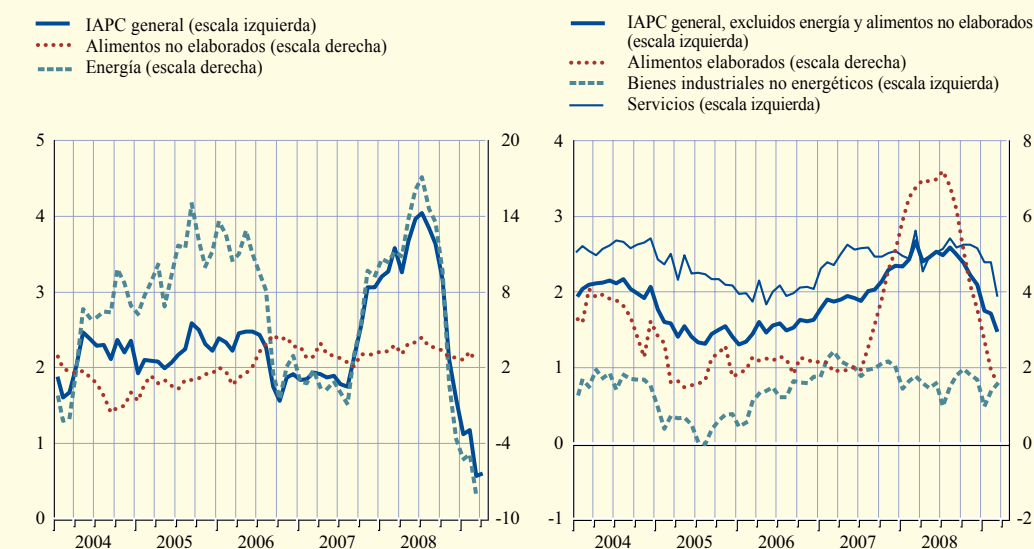
Fuentes: Eurostat, HWWI y cálculos del BCE basados en datos de Thomson Financial Datastream.

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

1) La inflación medida por el IAPC de abril 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.

mediados de marzo. Los precios de consumo del gas bajaron también entre febrero y marzo, reflejo del impacto retardado de los anteriores descensos de los precios del petróleo.

La tasa de variación interanual de los precios de los alimentos no elaborados se redujo hasta el 2,4% en marzo, desde el 3,3% de febrero. Todos los subcomponentes contribuyeron a este descenso, especialmente los precios de las hortalizas, que habían subido notablemente en los primeros meses del 2009, debido a las condiciones atmosféricas. La tasa de variación interanual de los precios de los alimentos elaborados disminuyó hasta el 1,6% en marzo, desde el 2% de febrero, como resultado de un efecto de base. La evolución a corto plazo de este componente no ha registrado grandes variaciones en los últimos meses, lo que podría sugerir que la inversión de la perturbación que afectó a los precios de los alimentos está llegando lentamente a su fin.

La inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos, que representan cerca del 30% de la cesta del IAPC, disminuyó al 1,5% en marzo, como consecuencia de un pronunciado descenso de la inflación en los precios de los servicios. De hecho, en marzo sólo la tasa de variación interanual de los precios de los bienes industriales no energéticos experimentó un aumento. Este incremento ha de considerarse en el contexto del período de rebajas, que suele durar de enero a marzo y que afecta especialmente a los precios de los artículos de vestir y del calzado. En marzo estos precios subieron considerablemente en términos intermensuales, elevando la tasa de variación interanual de los precios de este subgrupo. En el mismo mes se registraron también algunos aumentos de menor entidad de las tasas de variación interanual de los precios de otras partidas menos estacionales de los bienes industriales no energéticos, sobre todo de los precios de los automóviles. En general, parece que el descenso de la actividad y la debilidad de la demanda no han afectado todavía de forma significativa a la evolución agregada de los precios de los bienes industriales no energéticos. Por el contrario, la inflación en los precios de los servicios disminuyó, desde el 2,4% de febrero al 1,9% de marzo, el nivel más bajo observado desde agosto del 2006. Esta reducción estuvo determinada, en gran medida, por factores estacionales, ya que la Semana Santa cayó este año en fechas distintas a las del año pasado, lo que hizo decrecer de forma acusada la tasa de variación interanual de las partidas relacionadas con las vacaciones (viajes organiza-

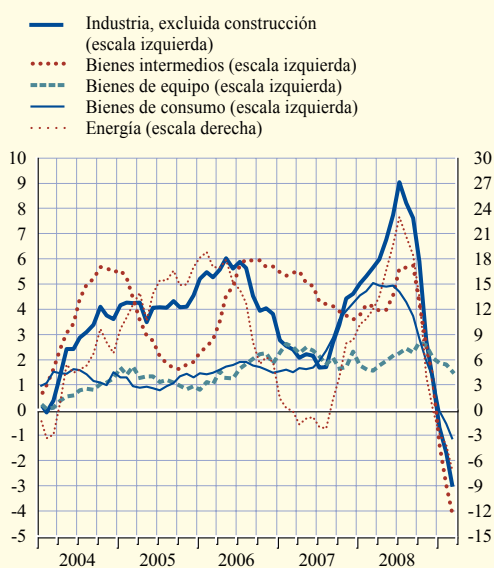
dos, alojamiento y transporte aéreo). Además, algunos ligeros descensos de las tasas de variación interanual de los precios de la hostelería y de las telecomunicaciones contribuyeron a la caída de la inflación en los precios de los servicios.

3.2 PRECIOS INDUSTRIALES

Las presiones sobre los precios a lo largo de la cadena de suministro se han reducido nuevamente en los últimos meses, en relación con los niveles muy elevados alcanzados en el verano del año pasado. La tasa de variación interanual de los precios industriales, excluida la construcción, cayó al $-3,1\%$ en marzo del 2009, desde el $-1,7\%$ de febrero. La nueva disminución de la inflación en los precios industriales estuvo determinada por el descenso de los precios de todos los componentes, especialmente de los de la energía y de los bienes intermedios, como consecuencia de la evolución de los precios del petróleo y de las materias primas industriales. La tasa de variación interanual de los precios del componente energético cayó al $-7,3\%$ en marzo, desde el $-4,2\%$ de febrero, como resultado 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 redujo al $-1,7\%$ en marzo, reflejo, en particular, de la evolución de los precios de los bienes intermedios y de los bienes de consumo no duradero. La tasa de variación interanual de los precios de los bienes intermedios cayó al $-4,1\%$ en marzo, debido a un nuevo descenso intermensual, y la tasa de variación interanual de los precios de los bienes de equipo disminuyó hasta el $1,5\%$. En las últimas fases de la cadena de producción, la tasa de variación interanual de los precios de los bienes de consumo bajó hasta el $-1,2\%$, 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 caída de los precios de los alimentos, al invertirse su tendencia al alza (véase gráfico 21).

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.

La información más reciente procedente de las encuestas sobre fijación de precios por parte de las empresas sugiere una cierta estabilización en la evolución de las presiones sobre los precios a lo largo de la cadena de suministro (véase gráfico 22). Según el último índice de directores de compras, el índice de precios de los bienes intermedios en el sector manufacturero y el índice de precios cobrados en los sectores de manufacturas y de servicios se elevaron ligeramente en abril, por primera vez desde mediados del 2008, mientras que el índice de precios de los bienes intermedios en el sector servicios descendió ligeramente. Sin embargo, todos los índices se mantienen en niveles muy reducidos.

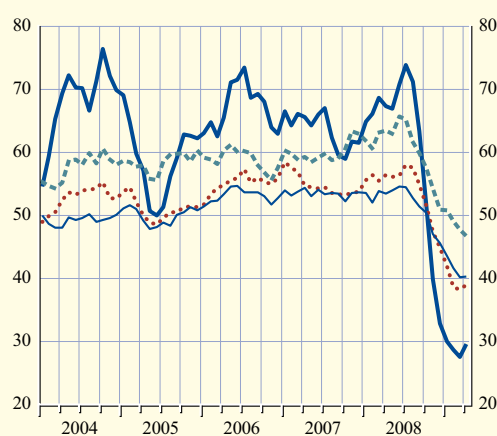
3.3 INDICADORES DE COSTES LABORALES

Los datos estadísticos disponibles indican que persistió el pronunciado crecimiento de los salarios negociados en el último trimestre del 2008, aunque muestran también unas primeras señales de desaceleración de las presiones salariales

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

(índices de difusión; datos mensuales)

- Sector manufacturero; precios de los bienes intermedios
- ... Sector manufacturero; precios cobrados
- - - Sector servicios; precios de los bienes intermedios
- Sector servicios; precios cobrados



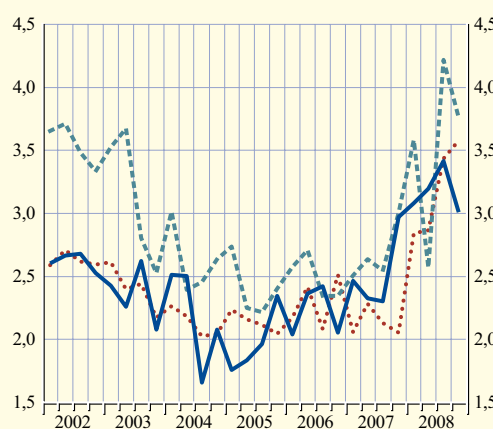
Fuente: Markit.

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.

Gráfico 23 Indicadores de costes laborales

(tasas de variación interanual; datos trimestrales)

- Remuneración por asalariado
- ... Salarios negociados
- - - Costes laborales por hora



Fuentes: Eurostat, datos nacionales y cálculos del BCE.

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

(véanse gráfico 23 y cuadro 5). La tasa de crecimiento interanual de los salarios negociados aumentó un 3,6% en el cuarto trimestre del año, desde el 3,4% del tercer trimestre. El crecimiento de los salarios negociados registrado en el cuarto trimestre del 2008 estuvo impulsado por unos pagos extraordinarios realizados en un país de gran tamaño de la zona del euro. Sin embargo, la información disponible sugiere una posible desaceleración de la tasa de crecimiento interanual de los salarios negociados en el primer trimestre del 2009. Otros indicadores del crecimiento salarial descendieron en el cuarto trimestre del 2008. 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. El menor número de horas trabajadas en el sector manufacturero, como consecuencia del debilitamiento de la actividad económica, elevó los costes laborales por hora. Si se tuviese en cuenta esta caída de las horas trabajadas, el crecimiento de los costes laborales por hora sería menor en el cuarto trimestre

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	3,4	3,0
<i>Pro memoria:</i>							
Productividad del trabajo	0,8	0,0	0,5	0,6	0,4	0,0	-1,4
Costes laborales unitarios	1,7	3,2	2,5	2,4	2,8	3,4	4,5

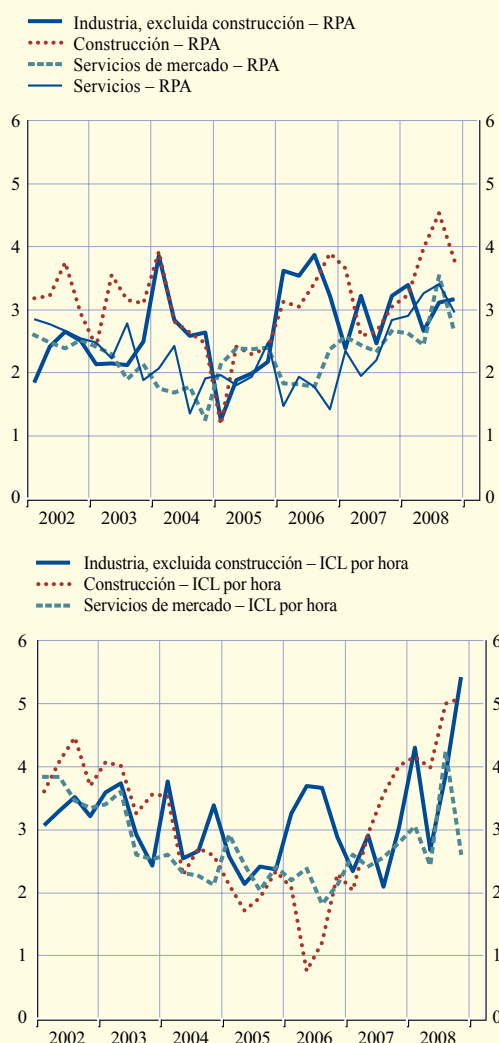
Fuentes: Eurostat, datos nacionales y cálculos del BCE.

del 2008. Por sectores, se observa que la reducción de los costes laborales por hora fue más acusada en el sector servicios, como resultado, probablemente, de un mayor recorte de las horas trabajadas, así como de la elevación del coste de los despidos en los sectores de industria y 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 3,4% del tercer trimestre. Unido al mayor crecimiento 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 hasta el -1,4% en términos interanuales en el último trimestre del 2008, desde el 0% del trimestre anterior. En consecuencia,

el crecimiento interanual de los costes laborales unitarios se aceleró notablemente, desde el 3,4% del tercer trimestre del 2008, hasta el 4,5% del cuarto trimestre, siendo esa la tasa de crecimiento interanual más alta registrada en más de una década.

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 PRECIOS DE LOS INMUEBLES RESIDENCIALES EN LA ZONA DEL EURO

Manteniendo la tendencia moderadora observada tras el fuerte crecimiento experimentado en el período anterior al 2005, la inflación en los precios de los inmuebles residenciales de la zona del euro siguió reduciéndose en el 2008, disminuyendo de forma continua, desde el 7,7% alcanzado en el primer semestre del 2005, hasta el 0,6% observado en el segundo semestre del 2008, año en el que registró una notable desaceleración a nivel nacional en la mayor parte de los países de la zona del euro (véase cuadro 6). Los últimos datos disponibles muestran que los precios de la vivienda han bajado considerablemente en términos interanuales en seis países de la zona del euro, y sugieren que, en general, los países en los que estos precios subieron más en el pasado son los que tienden actualmente a experimentar las correcciones de precios más pronunciadas.

3.5 PERSPECTIVAS DE INFLACIÓN

Según la estimación de Eurostat, la inflación interanual medida por el IAPC de la zona del euro se situó en el 0,6% en abril del 2009, sin cambios con respecto al mes de marzo. El descenso de la inflación observado desde el pasado verano refleja, principalmente, la fuerte caída

Cuadro 6 Precios nominales de los inmuebles residenciales en la zona del euro

(tasas de variación interanual)

	Ponderación (%)	1999-2005 Tasa media de variación interanual	2006	2007	2008	2008		2008				2009
						1S	2S	I	II	III	IV	I
Bélgica ¹⁾	3,7	9,4	11,1	9,2	-	-	-	-	-	-	-	-
Alemania ²⁾	27,0	-0,9	0,2	0,7	0,2	-	-	-	-	-	-	-
Irlanda ²⁾	2,1	12,2	13,4	0,9	-9,4	-9,0	-9,8	-8,6	-9,4	-10,0	-9,7	-9,8
Grecia ²⁾	2,5	9,5	12,2	4,6	2,6	2,6	2,7	1,7	3,5	2,4	2,9	-
España ²⁾	11,7	13,8	10,4	5,8	0,7	2,9	-1,4	3,8	2,0	0,4	-3,2	-6,8
Francia ¹⁾	21,1	11,2	12,1	6,6	1,3	3,7	-1,0	4,3	3,0	0,8	-2,9	-
Italia ²⁾	17,1	7,5	5,8	4,9	4,2	4,5	3,9	-	-	-	-	-
Chipre	0,2	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Luxemburgo ²⁾	0,4	11,1	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Malta ²⁾	0,1	10,8	3,5	1,1	-2,7	-1,7	-3,8	-0,7	-2,7	-3,2	-4,4	-
Países bajos ¹⁾	6,3	7,8	4,6	4,2	2,9	3,7	2,2	4,2	3,1	2,8	1,7	-0,3
Austria ^{2), 3)}	3,0	0,7	4,0	4,1	-	1,0	-	2,1	-0,2	0,7	-	-
Portugal ²⁾	1,8	2,9	2,1	1,3	3,9	3,1	4,7	2,3	4,0	4,8	4,7	2,7
Eslovenia	0,4	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Eslovaquia ¹⁾	0,6	-	16,8	23,9	-	32,8	-	34,5	31,2	19,9	-	-
Finlandia ¹⁾	2,0	-	7,4	5,9	0,9	3,2	-1,4	3,7	2,7	0,6	-3,4	-

Fuentes: Datos nacionales y cálculos del BCE.

Nota: Las ponderaciones se basan en el PIB nominal del 2007. La estimación del agregado de la zona del euro se basa en la interpolación de los datos anuales de Alemania.

Definiciones:

1) Viviendas de segunda mano (casas y apartamentos); todo el país.

2) Todas las viviendas (casas y apartamentos, nuevos y de segunda mano); todo el país.

3) Datos hasta el 2000, para Viena.

da 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 anterior 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 y que permanezcan temporalmente en niveles negativos durante unos meses 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 en valores positivos y por debajo del 2% en el 2010, siendo atemperada por la atonía de la demanda en la zona del euro y en otros países.

En comparación con la encuesta anterior, la última encuesta del BCE a expertos en previsión económica (EPE) recoge una nueva revisión a la baja de las expectativas de inflación para el 2009 y el 2010, que se sitúan ahora en el 0,5% y el 1,3%, respectivamente (véase recuadro 4). Las expectativas de inflación a más largo plazo se mantienen sin cambios en el 1,9%, lo que confirma que la esperada volatilidad del IAPC en el 2009 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.

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

Recuadro 4

RESULTADOS DE LA ENCUESTA DEL BCE A EXPERTOS EN PREVISIÓN ECONÓMICA CORRESPONDIENTES AL SEGUNDO TRIMESTRE DEL 2009

Este recuadro presenta los resultados correspondientes al segundo trimestre del 2009 de la encuesta a expertos en previsión económica (EPE) realizada por el BCE entre el 16 y el 20 de abril de 2009 y respecto de la cual se recibieron 52 respuestas. En esta encuesta se recogen las expectativas de expertos de instituciones financieras y no financieras radicadas en la Unión Europea respecto a la inflación, el crecimiento del PIB y el desempleo de la zona del euro¹.

Expectativas de inflación para los años 2009 y 2010

Desde la encuesta anterior (realizada en enero), los participantes en la EPE han revisado a la baja sus expectativas de inflación para los años 2009 y 2010, que sitúan ahora en el 0,5% y el 1,3%, respectivamente (véase cuadro)². La mayor parte de los encuestados señaló que sus expectativas de inflación a corto plazo se fundamentan en los fuertes efectos de base derivados de la caída de los precios de las materias primas y de los alimentos.

Las expectativas de inflación de la EPE para el 2009 y el 2010 se aproximan a los niveles más altos de los intervalos de las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la

1 Dada la diversidad de los encuestados, los resultados agregados de la EPE pueden reflejar un conjunto relativamente heterogéneo de opiniones y supuestos subjetivos.

2 Puede obtenerse información adicional en la dirección del BCE en Internet www.ecb.europa.eu/stats/prices/indic/forecast/html/index.en.html.

Resultados de la EPE, de las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE, de Consensus Economics y del Barómetro de la Zona del Euro

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

Horizonte de la encuesta					
Inflación medida por el IAPC	2009	Mar 2010	2010	Mar 2011	A largo plazo ²⁾
EPE II 2009	0,5	1,2	1,3	1,6	1,9
EPE anterior (I 2009)	0,9	-	1,6	-	2,0
Proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE	0,1 - 0,7	-	0,6 - 1,4	-	-
Consensus Economics (abril 2009)	0,4	-	1,3	-	2,0
Barómetro de la Zona del Euro (abril 2009)	0,5	-	1,2	-	2,1
Crecimiento del PIB real	2009	IV 2009	2010	IV 2010	A largo plazo ²⁾
EPE II 2009	-3,4	-2,0	0,2	0,9	2,0
EPE anterior (I 2009)	1,7	-	0,6	-	2,0
Proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE	-3,2 - -2,2	-	-0,7 - 0,7	-	-
Consensus Economics (abril 2009)	-3,4	-	0,3	-	2,0
Barómetro de la Zona del Euro (abril 2009)	-3,2	-	0,3	-	2,2
Tasa de desempleo ¹⁾	2009	Feb 2010	2010	Feb 2011	A largo plazo ²⁾
EPE II 2009	9,3	10,3	10,5	10,5	8,4
EPE anterior (I 2009)	8,7	-	9,4	-	7,8
Consensus Economics (abril 2009)	9,3	-	10,2	-	-
Barómetro de la Zona del Euro (abril 2009)	8,6	-	10,3	-	9,8

1) En porcentaje de la población activa.

2) Las expectativas de inflación a largo plazo de la EPE y del Barómetro de la Zona del Euro se refieren al 2013, y las de Consensus Economics, al período 2015-2019.

zona del euro en marzo del 2009 (cerradas a finales de febrero del 2009), y están, en general, en línea con las previsiones de Consensus Economics y del Barómetro de la Zona del Euro para ambos años (publicadas en abril del 2009).

El cuestionario de la EPE solicita también que se asigne una probabilidad a que los resultados futuros se sitúen dentro de un intervalo específico. La distribución de probabilidad obtenida promediando las respuestas proporciona un resumen de sus valoraciones y también ayuda a conocer cómo calibran, en promedio, los encuestados el riesgo de que el resultado futuro se sitúe por encima o por debajo del intervalo más probable. En línea con el descenso medio de las estimaciones para los años 2009 y 2010, la distribución de probabilidad agregada sitúa los resultados en niveles inferiores a los previstos en la EPE anterior (véase gráfico A). En general, los encuestados consideran que las previsiones a corto plazo están sujetas a riesgos bajistas, debido a que la debilidad de la actividad económica, la reducida capacidad de fijación de precios de las empresas y la creciente tasa de paro deberían contrarrestar sobradamente los riesgos al alza derivados de posibles subidas de los precios de las materias primas o fluctuaciones del tipo de cambio. No obstante, algunas respuestas señalan el alza de los precios de las materias primas, los anteriores convenios colectivos y la abundancia de liquidez en la economía como fuentes de riesgos alcistas a finales del 2009 y en el 2010.

Indicadores de expectativas de inflación a largo plazo

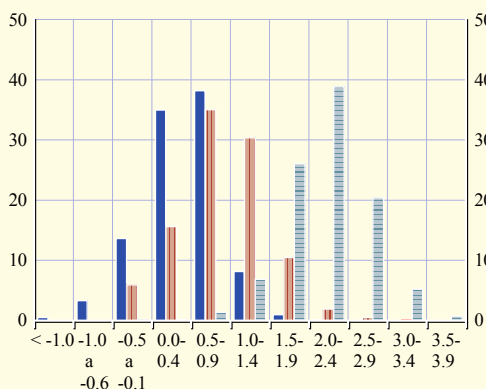
Las expectativas de inflación a más largo plazo (para el 2013) se han mantenido sin cambios en el 1,9%. La media de las estimaciones está en línea con las últimas previsiones de inflación a largo plazo publicadas por Consensus Economics y el Barómetro de la Zona del Euro en abril del 2009.

Gráfico A Distribución de probabilidad para la inflación media anual en el 2009 y 2010 en las últimas encuestas EPE¹⁾

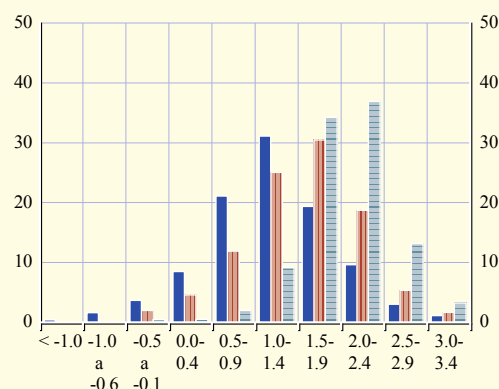
(probabilidad en porcentaje)

■ EPE II 2009
■ EPE I 2009
■ EPE IV 2008

a) 2009



b) 2010



Fuente: BCE.

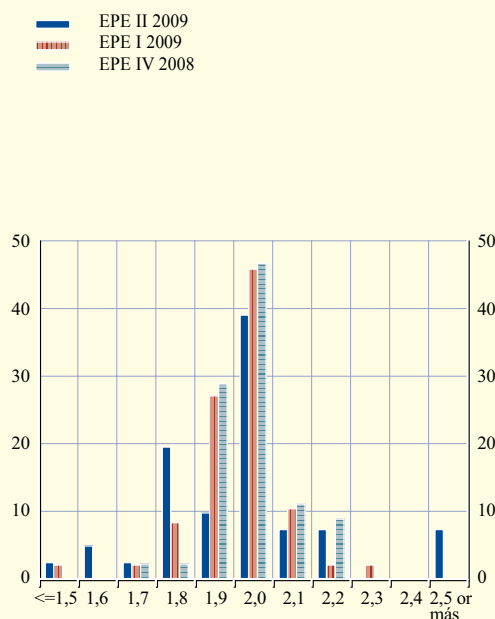
1) Corresponde a la media de las distribuciones de probabilidad individuales asignadas por los expertos en previsión económica.

La estabilidad de la estimación media, en el 1,9%, en esta EPE va unida a la falta de acuerdo respecto a las expectativas de inflación a largo plazo, debido a la presencia de distintos valores erráticos (véase gráfico B). Al mismo tiempo, la probabilidad de que la inflación a largo plazo se sitúe en un nivel igual o superior al 2% disminuyó hasta el 46%, desde el 49% de la EPE anterior (véase gráfico C). Estos resultados pueden compararse con la tasa de inflación implícita, que es un indicador de las expectativas de inflación a largo plazo de los participantes en el mercado calculado como el diferencial de rendimientos entre los bonos nominales y los bonos indicados con la inflación³. Hasta septiembre del 2008, la probabilidad de que la inflación se sitúe, en promedio, en un nivel igual o superior al 2% en los próximos cinco años estaba generalmente en línea con la evolución de los indicadores de expectativas de inflación basados en los mercados financieros (es decir, la tasa de inflación implícita a cinco años, dentro de cinco años, con datos desestacionalizados)⁴. Sin embargo, desde entonces y como consecuencia de la intensificación de las turbulencias financieras, las expectativas de inflación basadas en los mercados financieros han sido algo erráticas y pueden haber estado distorsionadas por el afán de los inversores por reducir el riesgo y el apalancamiento y por su marcada preferencia por los activos más líquidos y seguros⁵.

- 3 Véase también el artículo titulado «Indicadores de expectativas de inflación de la zona del euro», en el Boletín Mensual de julio del 2006.
4 Las tasas de inflación implícitas no deberían interpretarse como medidas directas de las expectativas de inflación, ya que pueden incorporar también varias primas de riesgo (como la prima por incertidumbre respecto a la inflación y la prima de liquidez).
5 Para un análisis más detallado del impacto de las actuales turbulencias financieras sobre las medidas de las expectativas de inflación basadas en los mercados, véase el recuadro titulado «Incrementos recientes de los rendimientos reales y sus consecuencias para el análisis de las expectativas de inflación», en el Boletín Mensual de noviembre del 2008.

Gráfico B Distribución de corte transversal de las expectativas de inflación a largo plazo (2013) de los participantes en la EPE

(porcentaje de encuestados)

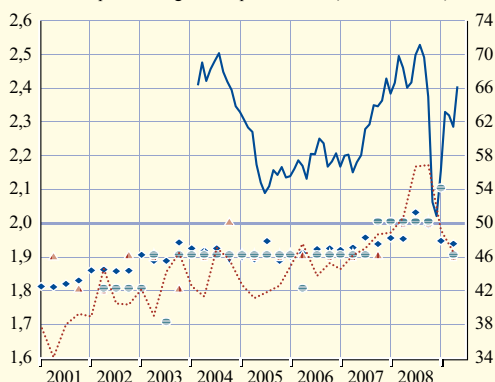


Fuente: BCE.

Gráfico C Expectativas de inflación a largo plazo de las encuestas y tasas de inflación implícitas

(tasas medias de variación interanual; probabilidad en porcentaje)

- ▲ EPE (para 2013; escala izquierda)
- Consensus Economics (para 2015-2019; escala izquierda)
- Barómetro de la Zona del Euro (para 2013; escala izquierda)
- Tasa de inflación implícita a cinco años, dentro de cinco años (datos desestacionalizados; escala izquierda)
- Probabilidad en la EPE de que la inflación a largo plazo sea igual o superior al 2% (escala derecha)

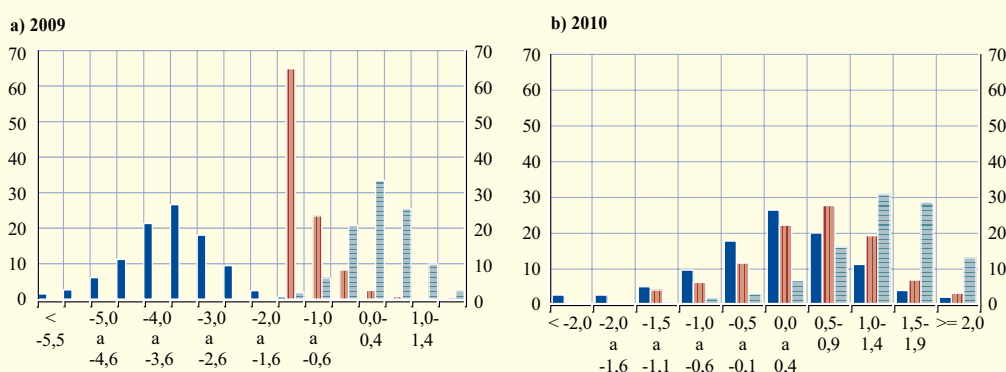


Fuentes: Consensus Economics, Barómetro de la Zona del Euro, Reuters y cálculos del BCE.

Gráfico D Distribución de probabilidad para el crecimiento medio anual del PIB real en el 2009 y 2010 en las últimas encuestas EPE¹⁾

(probabilidad en porcentaje)

■ EPE II 2009
■ EPE I 2009
■ EPE IV 2008



Fuente: BCE.

1) Corresponde a la media de las distribuciones de probabilidad individuales asignadas por los expertos en previsión económica.

Expectativas de crecimiento del PIB real

Los participantes en la EPE han vuelto a revisar a la baja sus expectativas de crecimiento para el 2009 y esperan ahora una contracción del PIB real de la zona del euro del 3,4% en el presente año, lo que representa una nueva y significativa revisión a la baja, de 1,7 puntos porcentuales, de sus previsiones de crecimiento para el 2009, en relación con la encuesta anterior. Las expectativas de crecimiento para el 2010 sufrieron también una revisión a la baja, de 0,4 puntos porcentuales, hasta el 0,2%.

En sus comentarios, los encuestados se refieren a una recesión económica generalizada, caracterizada por la debilidad de la demanda interna y externa. En lo que se refiere a la economía interna, la debilidad de la inversión y del consumo privado, unida a las tensiones en los mercados financieros y a la restricción del crédito configuran las perspectivas económicas a corto plazo. En general, se considera que las previsiones están sujetas a riesgos bajistas.

Las expectativas de crecimiento recogidas en la EPE para el 2009 se sitúan ligeramente por debajo del intervalo de las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro en marzo del 2009, y las relativas al 2010 se sitúan en un nivel próximo al valor medio del intervalo. Las expectativas de la EPE están generalmente en línea con las previsiones del Barómetro de la Zona del Euro para ambos años y ligeramente por debajo de las estimaciones de Consensus Economics para el 2009.

En línea con la revisión a la baja de las expectativas de crecimiento del PIB real, la distribución de probabilidad agregada para los años 2009 y 2010 se ha revisado también a la baja (véase gráfico D). Además de esperar un crecimiento negativo del PIB real en el 2009, los encuestados consideran que existe una elevada probabilidad (37%) de que el crecimiento anual del PIB real sea también negativo

en el 2010. Basándose en la distribución de probabilidad agregada, se estima que las previsiones están sujetas a riesgos ligeramente bajistas en ambos años.

Se observa todavía una elevada incertidumbre, derivada de la distribución de probabilidad agregada, respecto a las previsiones del PIB real a un año y a dos años vista. Sin embargo, la mayor parte de los encuestados confían en una cierta recuperación en el transcurso del 2010, aunque no existe consenso respecto a si se producirá en el primer o el segundo semestre del año. Entre los factores que impulsarían la recuperación económica, los encuestados señalan la reactivación de los mercados de exportación de la zona del euro y del comercio mundial, así como los planes de estímulo fiscal y el recorte de los tipos de interés oficiales.

Las expectativas respecto al crecimiento a más largo plazo (para el 2013) se han revisado a la baja, hasta el 1,9%, frente al 2% de la encuesta anterior. En general, estas previsiones están sujetas a riesgos ligeramente bajistas en opinión de los encuestados.

Expectativas para la tasa de desempleo en la zona del euro

En línea con las revisiones a la baja de las expectativas de crecimiento, los encuestados han revisado al alza las expectativas referidas a la tasa de desempleo en todos los horizontes temporales. En promedio, la tasa de desempleo se ha revisado al alza para el 2009 (en 0,6 puntos porcentuales, hasta el 9,3%) y para el 2010 (en 1,1 puntos porcentuales, hasta el 10,5%). Las expectativas a más largo plazo respecto a la tasa de desempleo se han revisado significativamente al alza (en 0,6 puntos porcentuales, hasta el 8,4%), por segunda vez consecutiva en la EPE. Los encuestados indican que sus previsiones están sujetas a riesgos bajistas derivados de reformas estructurales de los mercados de trabajo.

4 PRODUCTO, DEMANDA Y MERCADO DE TRABAJO

Los últimos datos y la información procedente de las encuestas confirman que la actividad económica de la zona del euro continuó debilitándose en el primer trimestre del 2009, en paralelo con la recesión de la economía mundial. Este debilitamiento observado en el primer trimestre parece haber sido mucho más acusado de lo previsto en marzo. Más recientemente, los datos de las encuestas han mostrado algunos indicios de estabilización, aunque en niveles muy bajos. En general, es probable que la actividad económica mantenga su debilidad en lo que resta de año y que se recupere gradualmente durante el 2010. En particular, la sustancial caída de 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 externa como la interna deberían beneficiarse de los efectos de las importantes medidas de estímulo macroeconómico que se están aplicando, así como de las adoptadas hasta el momento para restablecer el funcionamiento del sistema financiero tanto fuera como dentro de la zona del euro. Los riesgos para estas perspectivas siguen estando, en general, equilibrados.

4.1 PIB REAL Y COMPONENTES DE LA DEMANDA

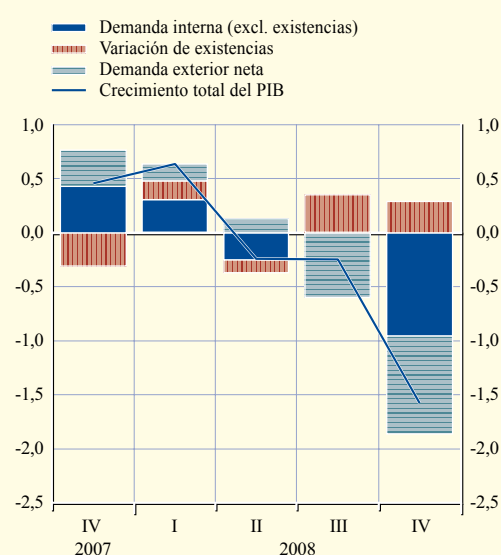
El ritmo de actividad en la zona del euro se deterioró de forma acusada en el último trimestre del 2008. En su segunda estimación, Eurostat revisó a la baja, en 0,1 puntos porcentuales, el crecimiento del PIB real de la zona del euro, hasta situarlo en el 1,6%, en tasa intertrimestral, en el último trimestre del 2008 (véase gráfico 25). Los datos tanto cuantitativos como cualitativos publicados en los primeros meses de este año también apuntan a una contracción muy pronunciada en el primer trimestre del 2009.

La segunda estimación de la desagregación del PIB por el lado del gasto para el cuarto trimestre del 2008 confirmó una caída del consumo privado y revisó a la baja la inversión. Asimismo, puso de manifiesto que la contribución negativa de la demanda exterior neta fue mayor de lo previsto, debido a la revisión a la baja de las exportaciones. La contribución de la variación de existencias se mantuvo sin cambios. En el recuadro 5 se analiza la evolución reciente de las existencias en la zona del euro, utilizando información complementaria proporcionada por las encuestas.

Los resultados recientes de los indicadores de gasto en consumo sugieren que la demanda de consumo mantuvo su atonía a comienzos del 2009. Las ventas del comercio al por menor (que suponen en torno al 45% del gasto en consumo) se contrajo un 0,6%, en tasa intermensual, en marzo. El nivel más bajo de las ventas del comercio al por menor reflejaba, principalmente, un descenso de las ventas de alimentos. Pese a la ligera recuperación de abril, la confianza de los consumidores se mantuvo en niveles muy reducidos. En términos de medias móviles de tres meses, esta confianza ha disminuido todos los meses desde julio del 2007. Al mismo tiempo, algunos factores podrían

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.

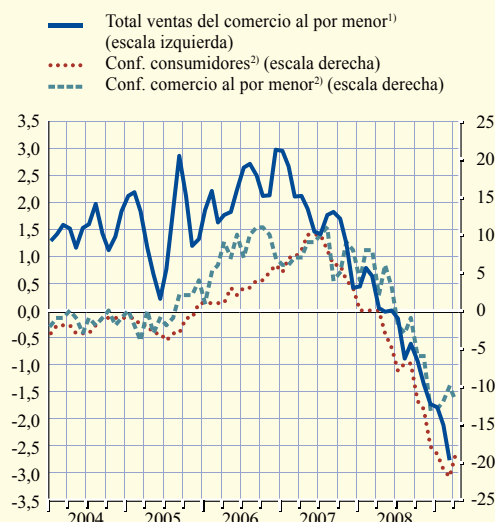
contribuir a moderar el descenso esperado del consumo en el 2009. En primer lugar, los datos sobre matriculaciones de automóviles en el primer trimestre del 2009 son menos negativos que en el último trimestre del 2008, a causa de los incentivos públicos a la compra de automóviles. En segundo lugar, se espera que el consumo privado se beneficie de caídas anteriores en los precios de las materias primas que sostienen la renta real. En tercer lugar, aunque no se debe sobrestimar el efecto económico real de las fluctuaciones a corto plazo del precio de las acciones, la reciente estabilización de los mercados bursátiles ha contribuido a atenuar en cierta medida los efectos negativos del acusado retroceso observado en los mercados de valores desde mediados del 2007 (véase la sección 2.6).

De cara al futuro, se prevé que el consumo mantenga su moderación, debido a un nuevo deterioro del mercado de trabajo y a la escasa confianza de los consumidores. Al mismo tiempo, las sustanciales caídas registradas en los precios de las materias primas respaldarán, probablemente, la renta real disponible y el gasto de los hogares.

En línea con el patrón observado en periodos anteriores de recesión económica, la formación bruta de capital fijo ha sido uno de los principales factores determinantes de la actual desaceleración de la actividad económica. Los datos publicados sobre el PIB de la zona del euro en el cuarto trimestre pusieron de manifiesto algunas diferencias entre los componentes de inversión: mientras que la inversión excluida la construcción (principalmente, activos que se pretende utilizar en la producción de bienes y servicios) se redujo un 5,3% en tasa intertrimestral, la inversión en construcción registró una caída intertrimestral del 2,7%. Probablemente, la inversión empresarial seguirá contribuyendo negativamente al crecimiento económico en el 2009, como consecuencia de la contracción prevista en la actividad general, tanto interna como externa, la menor rentabilidad de las empresas y las restricciones a la financiación. Con respecto a esto último, la encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro de abril del 2009 mostraba una reducción de la demanda de préstamos a empresas en el primer trimestre del 2009. Ello se debió a un acusado descenso de las necesidades de financiación para la inversión en capital fijo (véase recuadro 2). Se prevé también que la inversión en construcción mantenga su moderación en el 2009, principalmente como resultado de la corrección observada en el mercado de la vivienda. Esta corrección está asociada a una reducción de los precios de la vivienda en varios países de la zona del euro. El apalancamiento relativamente elevado de las empresas de la zona del euro puede seguir frenando su disposición a acometer nuevas inversiones en el 2009. Las cuentas de la zona del euro muestran que la necesidad/capacidad de financiación de las sociedades no financieras de la zona del euro ha continuado empeorando (véase recuadro 3).

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. Excluido el combustible.
2) Saldos netos; datos desestacionalizados ajustados a la media.

Recuadro 5

EVOLUCIÓN RECIENTE DE LA ACUMULACIÓN DE EXISTENCIAS

En este recuadro se examina la evidencia disponible acerca de la evolución reciente de las existencias y se consideran sus consecuencias para la evaluación de la situación económica actual. Dada la evidencia generalizada de que se ha producido una desacumulación sustancial de existencias en la zona del euro y en el resto del mundo durante los últimos meses —procedente, por ejemplo, de las encuestas efectuadas para elaborar el índice de directores de compras (PMI)¹—es importante entender los efectos de esta variable sobre la evolución económica reciente y futura.

Desde un punto de vista histórico, un rasgo común de las desaceleraciones económicas ha sido que un ciclo de existencias puede acentuar procíclicamente tanto la recesión como la posterior recuperación. Al inicio de una recesión se produce una acumulación involuntaria de existencias, ya que la demanda cae a un ritmo más rápido del que puede ajustarse la producción. A este período le sigue un proceso de desacumulación, al tratar las empresas de reducir el nivel de existencias mediante recortes de producción, al mismo tiempo que mantienen el flujo de caja. Una vez que se alcanza el punto más bajo de la actividad, la contribución de las existencias al crecimiento del PIB comienza a aumentar de nuevo, sustentando con ello la recuperación económica general.

Cabría preguntarse hasta qué punto el actual ciclo de existencias sigue este patrón y qué diferencias pueden observarse. Si nos centramos en el periodo más reciente, la información recogida en las cuentas nacionales para el cuarto trimestre del 2008 difiere de un país a otro: mientras que algunos declaran importantes contribuciones negativas de las existencias al crecimiento del PIB (por ejemplo, Francia), otros comunican contribuciones positivas (Alemania y los Países Bajos) —mientras que las existencias efectuaron una contribución positiva de 0,3 puntos porcentuales al crecimiento del PIB de la zona del euro (tras una contribución de 0,2 puntos porcentuales, -0,1 puntos porcentuales y 0,3 puntos porcentuales en el primer, segundo y tercer trimestres del 2008, respectivamente)²—. Este recuadro se centra en la información complementaria proporcionada por las encuestas, que tiene la ventaja de ser más frecuente y puntual.

Evidencia procedente de las encuestas

La evidencia proporcionada por el índice de directores de compras apunta a una caída de las existencias en la zona del euro, iniciada en la última parte del año pasado. Aunque los productores almacenaban existencias de productos terminados hasta mediados de diciembre del 2008 (y en el cuarto trimestre del 2008 en su conjunto), las existencias de productos intermedios se han contraído rápidamente desde este último verano, al igual que las del comercio al por menor. Según las encuestas, el alcance de la desacumulación afectó a toda la economía —hasta abarcar los productos terminados— y el ritmo se aceleró de forma pronunciada a finales del 2008 y en el primer trimestre del 2009.

1 El índice de directores de compras es elaborado por Markit.

2 Mientras que, en general, las cuentas nacionales tienen la ventaja de ofrecer una cobertura completa, es necesario ser cautos a la hora de interpretar las variaciones de existencias en términos intertrimestrales, porque constituyen el componente menos fiable de la desagregación del PIB por el lado del gasto. Debido a que, con frecuencia, se carece de los datos originales de las existencias, con periodicidad trimestral, la variación de existencias suele desempeñar un papel destacado en el proceso equilibrador de las cuentas nacionales y, por lo tanto, contienen un importante elemento residual. La práctica muestra también que la evolución de las existencias suele revisarse considerablemente. Véase el recuadro titulado «La fiabilidad de las estimaciones del crecimiento del PIB de la zona del euro y de sus componentes», en el Boletín Mensual de junio del 2006.

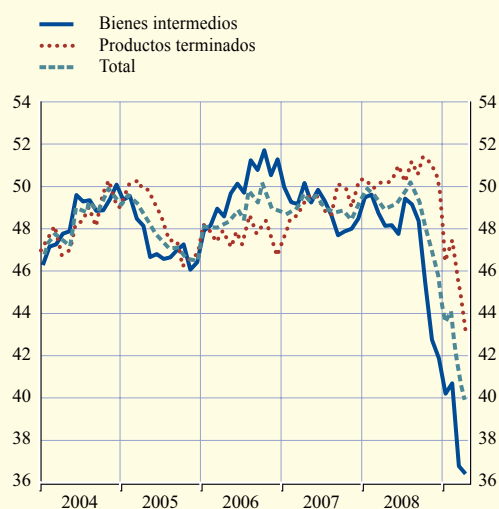
Esta caída de las existencias recogida en las encuestas no se limita a la zona del euro, sino que se observa a escala mundial. En Estados Unidos, la encuesta a los directores de compras efectuada por el Institute for Supply Management (ISM) indica que se había producido una reducción acelerada de las existencias en las manufacturas al menos desde septiembre del 2008. El «PMI general» —que combina los resultados de las encuestas realizadas por Markit para elaborar el índice de directores de compras con los de otras encuestas, como la encuesta ISM para Estados Unidos— muestra una des-
acumulación de bienes intermedios en las manufacturas, al menos desde septiembre del 2008, e incluso antes en el caso de algunos de sus componentes, como el índice de directores de compras del Reino Unido.

En los gráficos A y B se muestra el índice de difusión del índice de directores de compras relativo a las preguntas de la encuesta sobre las existencias. Un valor por encima de 50 indicaría una acumulación de existencias, mientras que un valor por debajo de 50 señalaría una des-
acumulación³. Sin embargo, conviene ser cauto a la hora de interpretar un valor de 50 como una forma de equilibrio, por dos motivos. En primer lugar, existe un cierto grado de incertidumbre en cuanto a qué nivel es compatible con una variación de existencias verdaderamente igual a cero. En segundo lugar, el crecimiento económico puede ser compatible con una caída persistente de las existencias durante períodos muy prolongados, dada la creciente importancia de los servicios en la economía y la continua mejora de las técnicas de control de inventarios «just-in-time».

3 Un índice de difusión suma el porcentaje de encuestados (adecuadamente ponderado) que dieron una respuesta positiva a la mitad de los que facilitaron una contestación neutra. En el caso de las existencias, se pregunta a los encuestados que informen «del nivel de existencias de los materiales comprados/productos terminados (en unidades, no en dinero) este mes, en comparación con el mes pasado».

Gráfico A Composición de la variación de existencias de productos manufacturados en la zona del euro

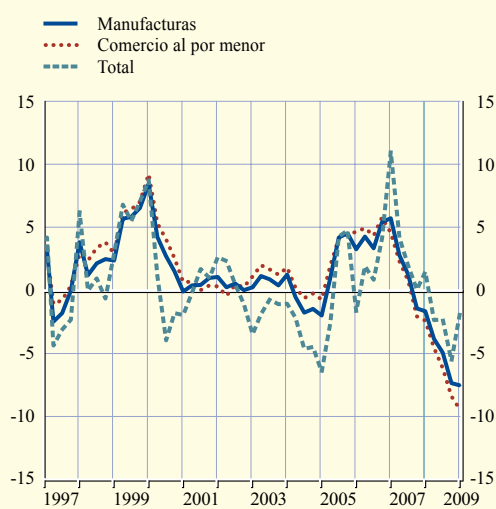
(índice de difusión)



Fuentes: Índice de directores de compras de Markit y cálculos del BCE.
Nota: La última observación se refiere a abril del 2009.

Gráfico B Variación de existencias en las manufacturas y en el comercio al por menor en la zona del euro

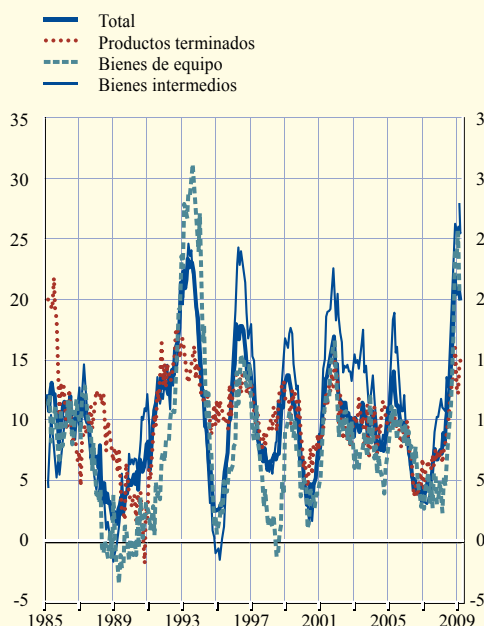
(índice de difusión)



Fuentes: Índice de directores de compras de Markit y cálculos del BCE.
Nota: La última observación se refiere a abril del 2009.

Gráfico C Nivel de existencias de productos terminados en comparación con el nivel «normal» en las manufacturas de la zona del euro

(saldo neto)



Fuente: DG ECFIN.

Nota: La última observación se refiere a abril del 2009.

2008 es compatible con la evidencia derivada del índice de directores de compras de una acumulación de productos terminados en el 2008. Sin embargo, el hecho de que este indicador haya continuado registrando unas lecturas muy elevadas en la valoración del nivel de existencias en relación con el nivel «normal» a comienzos del 2009 podría parecer, inicialmente, que contradice la evidencia procedente del índice de directores de compras, que sugería que los niveles de existencias estaban cayendo. Sin embargo, las dos series pueden reconciliarse si la desacumulación de productos terminados de la que informa el índice de directores de compras fue voluntaria o se consideró insuficiente, habiéndose reducido los objetivos de las empresas relacionados con las existencias al mismo tiempo que los niveles.

Interpretación de la evidencia procedente de esta encuesta

La evidencia proporcionada por el índice de directores de compras sugiere, entre otras cosas, que la desaceleración observada en el consumo de los hogares durante el año 2008 —debido a las presiones a la baja ejercidas por los precios del petróleo sobre el poder adquisitivo de los hogares— podría haber constituido una sorpresa para el sector del comercio al por menor (así como para los concesionarios de automóviles) y dado lugar a una acumulación involuntaria de existencias. Además, durante el otoño, el descenso de la cartera de pedidos exteriores, la reducción de la inversión y el endurecimiento de las condiciones de financiación dio motivos a las empresas para disminuir la tenencia de existencias. En

En el gráfico A se observa claramente una pronunciada diferencia en la evolución de las existencias de bienes intermedios y de productos terminados en las manufacturas. Probablemente, la reducción de existencias de bienes intermedios comenzó en septiembre del 2008 y, posteriormente, aumentó su velocidad. Por el contrario, la acumulación de existencias de productos terminados parece haber continuado (e incluso haberse acelerado ligeramente) hasta mediados de diciembre del 2008. Una media simple de las dos series proporciona un perfil que sugiere que la desacumulación general en las manufacturas comenzó en octubre del 2008⁴.

Mientras que la encuesta PMI proporciona información sobre la variación de existencias en cada período, otras encuestas se interesan directamente por su nivel, preguntando hasta qué punto difieren del nivel «normal» (como las encuestas de opinión de la Dirección General de Asuntos Económicos y Financieros de la Comisión Europea —DG ECFIN— véase gráfico C). La acusada subida observada en la valoración de los niveles de existencias frente al nivel «normal» en el

4 En general, estos resultados para la zona del euro se reproducen en cada uno de los países de la zona del euro incluidos en el índice de directores de compras, salvo Italia, donde la desacumulación se inició en el 2009, y, en menor medida, Austria.

lo que se refiere a los minoristas, ello suponía reducir las existencias de bienes destinados a la venta, comprando menos bienes a los productores, y, por lo que respecta a estas empresas, implicaba disminuir las existencias de bienes intermedios (materiales y otras compras). Todo ello dio lugar a que los productores acumularan productos terminados de forma involuntaria, ya que, como consecuencia de los retrasos en la producción, tenían un margen muy pequeño para poner freno a esa acumulación en el corto plazo. Además, estos hechos proporcionaron incentivos a los productores para reducir las existencias de bienes intermedios, al anticipar que habría menos necesidades de producción en el futuro próximo. Esto les indujo a reducir rápidamente la producción —por ejemplo, cerrando las fábricas en Navidad más tiempo del habitual— en un intento de limitar el exceso de existencias de productos terminados. A partir de diciembre, ello llevó a un pronunciado descenso de las existencias de productos terminados no deseadas.

Por último, las mercancías en tránsito en el contexto del comercio internacional pueden también constituir un concepto más amplio de existencias, que podría incluirse en el índice de directores de compras. Dada la contracción tan acusada observada en el comercio internacional, parece probable que se ha producido una notable disminución de las existencias de bienes que se encuentran actualmente en tránsito.

Consecuencias de las acusadas variaciones de existencias

La pronunciada desacumulación de existencias observada a finales del 2008 y en el primer trimestre del 2009 indica que el producto de la zona del euro cayó realmente más que la demanda final en el primer trimestre de este año. Así pues, si, como se esperaba, se produjo una acusada contracción del PIB en el primer trimestre, podría deberse a un importante componente técnico, consecuencia del ajuste de existencias. Los datos procedentes del índice de directores de compras también señalan que es probable que la caída de las existencias en el primer trimestre del 2009 haya seguido un ritmo excepcionalmente elevado. A la vista de la información reciente, sería de esperar, sin embargo, que el ritmo de desacumulación podría aminorarse en los próximos trimestres.

Una moderación en el ritmo de desacumulación tendría consecuencias en el crecimiento del PIB durante este año. Es importante observar que no es la variación intertrimestral de existencias la que tiene por sí misma un impacto en el crecimiento intertrimestral del PIB, sino que es la «variación de la variación» (es decir, su aceleración o desaceleración). Esto tiene su origen en el hecho de que es la variación del *stock* de existencias la que constituye un componente de la desagregación del PIB por el lado del gasto (por ejemplo, la producción no vendida en el mismo período contable, incrementando así las existencias en ese período). Por lo tanto, es la variación de la variación (es decir, la variación del flujo) de las existencias la que afecta al crecimiento del PIB. Así pues, para que se produzca una contribución positiva de las existencias al crecimiento no es necesaria una acumulación, sino simplemente que se reduzca el ritmo de desacumulación.

4.2 PRODUCTO, OFERTA Y MERCADO DE TRABAJO

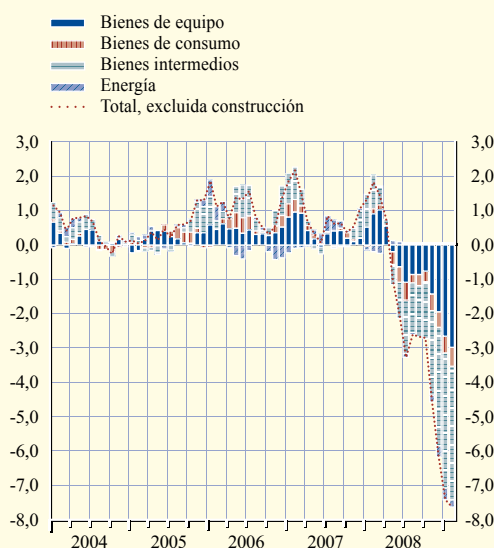
La segunda estimación del valor añadido real en el cuarto trimestre del 2008 apenas se modificó con respecto a la primera estimación. El valor añadido de la industria, excluida la construcción, cayó un 5,5% en tasa intertrimestral, y el valor añadido de la construcción se redujo un 1,7% (en el recuadro 6 se presenta un análisis más detallado de la recesión en la construcción). El descenso del valor añadido de los servicios fue más moderado, ascendiendo a un 0,5%, en tasa intertrimestral.

Los indicadores mensuales sugieren que la actividad mantuvo su debilidad en el primer trimestre del 2009. En febrero, la producción industrial de la zona del euro cayó un 2,3%, en tasa intermensual, tras un pronunciado descenso en enero (véase gráfico 27). La acusada contracción observada en la producción en los dos primeros meses de 2009, junto con un significativo efecto arrastre negativo de la caída de la producción en el cuarto trimestre del 2008, indican que la actividad industrial de la zona del euro experimentó una nueva y considerable caída en el primer trimestre del año.

Las encuestas de opinión han mostrado recientemente algunos indicios de moderación del ritmo de desaceleración (véase gráfico 28). Por ejemplo, los indicadores de actividad del índice directores de compras (PMI) mejoraron ligeramente en marzo y abril (aunque se mantuvieron muy por debajo del umbral de 50, lo que indica que la economía se está contrayendo). Del mismo modo, las encuestas de opinión de la Comisión Europea informaron de que la confianza se elevó moderadamente en abril desde el mínimo histórico registrado en marzo. En general, las últimas encuestas PMI y de la

Gráfico 27 Crecimiento de la producción industrial y contribuciones

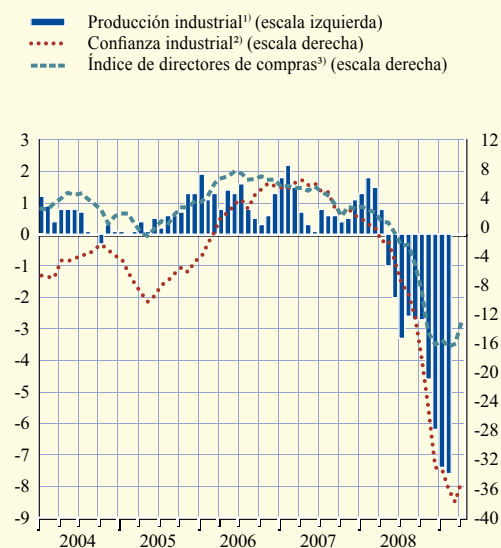
(tasa de crecimiento y contribuciones en puntos porcentuales; datos mensuales desestacionalizados)



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.

Comisión Europea sugieren que el ritmo de contracción de la actividad podría haber disminuido últimamente.

Recuadro 6

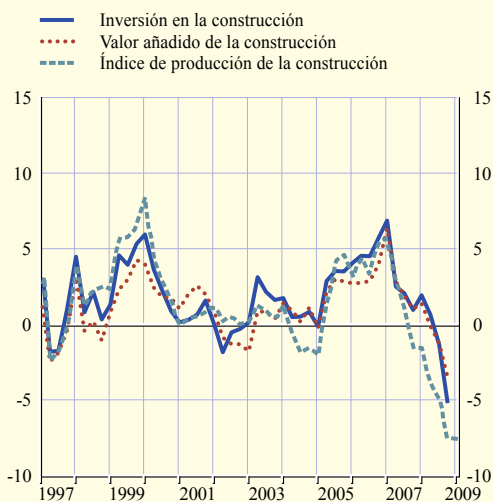
EL SECTOR DE LA CONSTRUCCIÓN DURANTE LA DESACELERACIÓN ECONÓMICA

La actividad en la construcción ha venido contrayéndose durante casi un año. La desaceleración se inició a mediados del 2007 y, hacia finales del 2008, la actividad estaba disminuyendo a una tasa interanual del 3,5%. Según los indicadores disponibles, parece que el descenso se aceleró en los primeros meses del 2009. El objetivo de este recuadro es evaluar —desde una perspectiva de largo plazo— la reciente debilidad observada en la construcción, examinando algunos de los rasgos de su comportamiento cíclico y su importancia para la economía de la zona del euro.

El sector de la construcción en la zona del euro experimentó un rápido crecimiento desde el año 2004, alcanzando su máximo a comienzos del 2007. Ello puede observarse claramente en la evolución de la inversión, del valor añadido y de la producción de la construcción, que se presenta en el gráfico A. Si se consideran los países por separado, las contribuciones más importantes a la expansión de la actividad general de la construcción en la zona del euro durante el período 2004-2007 procedieron de Italia, Francia y, en particular, España, que compensaron la contracción registrada en la construcción en Alemania. En términos de los tipos de producción, como se muestra en el gráfico B, la fortaleza de esta rama de actividad durante este período se debió principalmente al rápido crecimiento de la construcción de edificios, que incluye la construcción de inmuebles residenciales y no residenciales. El otro segmento —la ingeniería civil—, cuyo principal cliente es el sector público, registró un tímido crecimiento antes del 2007.

Gráfico A Inversión, valor añadido e índice de producción de la construcción

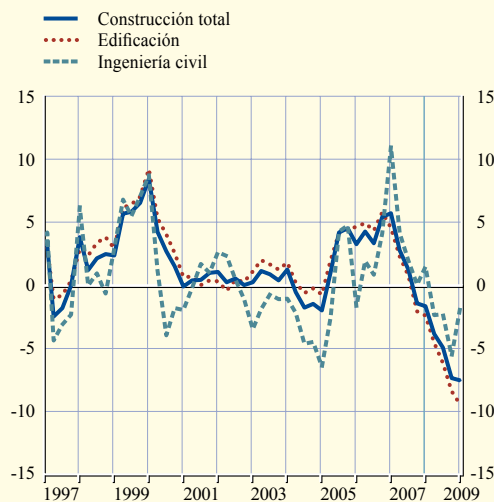
(tasas de variación interanual; datos trimestrales)



Fuente: Eurostat.

Gráfico B índices de producción de la edificación, la ingeniería civil y la construcción total

(tasas de variación interanual; datos trimestrales)



Fuente: Eurostat.

El sector de la construcción, en particular el subsector de construcción de edificios, hace un uso relativamente intensivo del trabajo. Según Eurostat¹, el porcentaje de los costes de personal en el gasto total es elevado en la construcción en su conjunto (23,3%) y, sobre todo, en el subsector de acabado de edificios (30,8%), que se sitúa muy por encima de la media de las empresas no financieras (16,4%). Como consecuencia, la creación de empleo en esta rama de actividad fue relativamente importante en el período 2004-2007², siendo equivalente al 17% del crecimiento del empleo neto total en la zona del euro durante este periodo, porcentaje significativamente superior a la participación de este sector en términos de valor añadido, que ascendió al 6%. Asimismo, parece probable que los efectos indirectos en otras ramas de actividad hayan sido sustanciales (afectando, por ejemplo, a los productos metálicos, al cemento, la madera, las actividades inmobiliarias, etc.), por lo que este sector merece una atención estrecha al evaluar los movimientos cíclicos de la economía de la zona del euro.

Una de las características del sector de la construcción son los prolongados períodos de producción, que lo hace muy dependiente de la financiación externa. El BCE comenzó hace poco a estimar, para la zona del euro, los datos agregados de los préstamos a las sociedades no financieras por tipo de actividad, según la clasificación NACE. Ello permite evaluar la magnitud de las necesidades financieras del sector por primera vez. Conviene ser cautos al realizar este análisis, puesto que los datos se basan en estadísticas nacionales no armonizadas que difieren en distintos aspectos. Según estos nuevos datos, hacia finales del 2008 más de 9% de los préstamos a las sociedades no financieras se concedieron para financiar actividades de construcción, porcentaje que se sitúa por encima del 6% del valor añadido de la construcción en el 2008. Existen importantes diferencias entre los países, siendo en Irlanda y España donde la proporción de préstamos para financiar la construcción en el total de préstamos fue relativamente elevada³.

La desaceleración se inició en el 2007 y la producción de la construcción se redujo durante la mayor parte del 2008

Hacia mediados del 2007, el crecimiento de la producción en la construcción se había desacelerado considerablemente, y desde la primavera del 2008 se había observado una contracción del valor añadido. A finales del 2008, el valor añadido de la construcción se había reducido un 3,5%, con respecto al cuarto trimestre del 2007. Según los datos relativos a la producción de la construcción, la intensidad de la desaceleración varió entre los subsectores y los países. El descenso fue más acusado en el componente de edificios residenciales y comerciales (incluidos en la leyenda «Edificación» del gráfico B), mientras que el componente de la ingeniería civil tuvo, en general, una mayor resistencia. Si nos centramos en los datos más recientes sobre la producción de la construcción, cabe mencionar que, si bien todos los países han registrando descensos, entre los países más grandes la caída ha sido mayor en España y en Alemania. En España, la tasa de crecimiento interanual de la media móvil de tres meses hasta febrero cayó un 16%, mientras que en Alemania esta tasa se redujo un 11,3%, aunque es posible que esta última cifra esté distorsionada por los efectos de un tiempo inusualmente frío en Europa central durante los primeros meses del 2009. La contracción registrada en esta rama de actividad se reflejó en el porcentaje cada vez menor de empresas constructoras en el volumen total de préstamos a las sociedades no

1 *European business: Facts and figures*, Eurostat 2007.

2 Véase el recuadro 9 del Boletín Mensual de marzo del 2008, titulado «Evolución del desempleo en el sector de la construcción de la zona del euro».

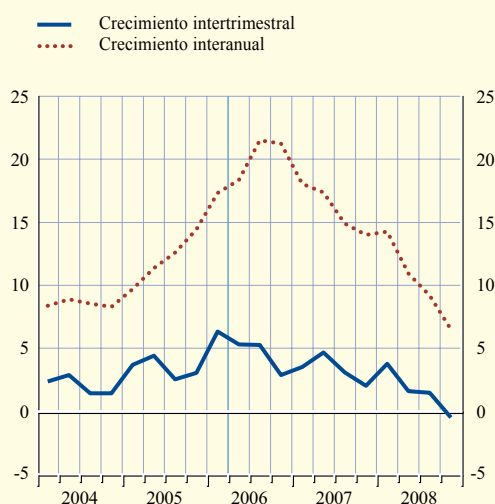
3 Según datos del Central Bank and Financial Services Authority of Ireland de diciembre del 2008 y de indicadores económicos del Banco de España.

financieras; el número de préstamos vivos al sector de la construcción alcanzó su máximo a mediados del 2007, situándose en el 9,6% del volumen total de préstamos a las sociedades no financieras, y se ha reducido gradualmente desde entonces, alcanzando el 9,2% a finales del 2008. Esta evolución también puede observarse en el gráfico C, que muestra la rápida desaceleración del crecimiento de los préstamos a empresas constructoras en el 2008.

La información disponible para los primeros meses del 2009 apunta a un nuevo descenso de las actividades de construcción. Como se puede ver en el gráfico A, el índice de producción de la construcción, que sigue de forma bastante estrecha los datos de valor añadido de la zona del euro, señala una nueva contracción en el primer trimestre del 2009, más intensa en el componente de edificación y más moderada en el de la ingeniería civil (gráfico B). El previsible impacto sobre el empleo ya es visible en varios países. De cara al futuro, mientras que las estadísticas del índice de directores de compras muestran un ligero repunte en febrero, siguen estando muy por debajo del nivel de 50, que se considera compatible con una producción estable; y los datos recientes también indican que la confianza de la construcción sigue siendo débil, sin ningún indicio acerca de que, por el momento, se produzca un cambio (véase gráfico D).

Gráfico C Préstamos de las IFM a empresas constructoras

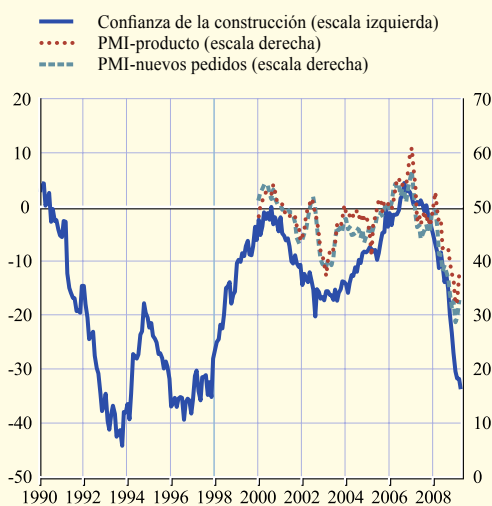
(variaciones interanuales e intertrimestrales; datos trimestrales)



Fuente: BCE.

Gráfico D Indicadores de construcción procedentes de encuestas

(tasas de variación interanual e indicadores de difusión)



Fuente: Encuestas de opinión de la Comisión Europea y Markit.

Cuadro 7 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	-1,4	-0,3	0,6	-1,3	-0,5	0,2
Industria	1,4	-0,9	0,1	0,2	-0,6	-0,7	-1,4
Excluida la construcción	0,3	-0,3	0,1	0,2	-0,2	-0,4	-1,0
Construcción	4,1	-2,4	0,0	0,1	-1,6	-1,5	-2,3
Servicios	2,2	1,5	0,4	0,4	0,4	0,1	0,0
Comercio y transporte	1,9	1,3	0,2	0,5	0,2	0,1	-0,4
Finanzas y empresas	4,0	2,5	0,8	1,1	0,3	0,1	-0,5
Administración pública ¹⁾	1,4	1,2	0,3	-0,1	0,6	0,1	0,7

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

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

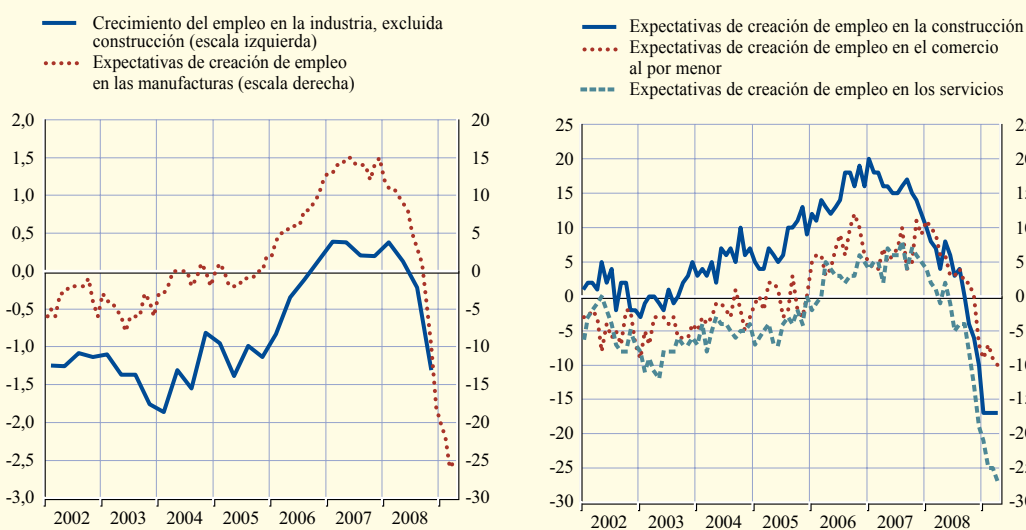
1) Incluye también educación, salud y otros servicios.

MERCADO DE TRABAJO

Las condiciones de los mercados de trabajo de la zona del euro han seguido deteriorándose en los últimos meses. La estimación final de Eurostat confirmó que el empleo en la zona del euro se redujo un 0,3%, en tasa intertrimestral, en el cuarto trimestre del 2008 (véase cuadro 7). La estimación final ofreció una desagregación por sectores que mostraba una marcada contracción del empleo en la industria (véase gráfico 29), mientras que se mantenía estable 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.

De cara al futuro, las encuestas sobre las expectativas de creación de empleo de las empresas señalan que el empleo mantendrá su moderación en los próximos meses. En abril, los índices PMI de expectativas de creación de empleo en la industria y en los servicios se mantuvieron prácticamente sin cambios, en niveles muy reducidos. Las últimas encuestas de la Comisión Europea sobre expectativas de creación de empleo ofrecieron un panorama igualmente sombrío de las perspectivas del empleo.

Al contraerse la actividad, la productividad del trabajo también se redujo en el cuarto trimestre del 2008, y la caída interanual del 1,4%, de la que informa la segunda estimación de Eurostat fue la más acusada desde que se creó la Unión Económica y Monetaria. El importante descenso de la productividad del trabajo en el cuarto trimestre es consecuencia de la pronunciada caída registrada en la industria (salvo en la construcción, donde la productividad del trabajo se elevó como consecuencia de la importante contracción del empleo), así como del notable deterioro observado en el comercio y el transporte. De cara al futuro, el último índice de productividad de la encuesta a los directores de compras sugiere que apenas puede esperarse una mejora en la productividad del trabajo de la zona del euro en el primer semestre del 2009.

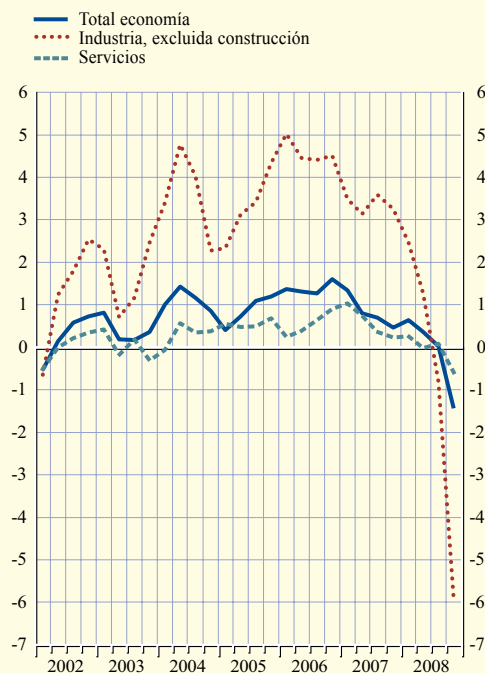
La tasa de desempleo de la zona del euro ascendió al 8,9% en marzo. Esta subida se produjo prácticamente en todo los países de la zona, con incrementos especialmente importantes en España, Irlanda y Eslovaquia. Los reducidos niveles de confianza, junto con las elevadas expectativas de paro, indican que la tasa de desempleo de la zona del euro seguirá aumentando en los próximos meses.

4.3 PERSPECTIVAS DE LA ACTIVIDAD ECONÓMICA

El ritmo de actividad de la zona del euro continuó debilitándose en el primer trimestre del 2009, en paralelo con la recesión de la economía mundial. Este debilitamiento observado en el primer trimestre parece haber sido mucho más acusado de lo previsto en marzo. Más recientemente, los datos de las encuestas han mostrado algunos indicios de

Gráfico 30 Productividad del trabajo

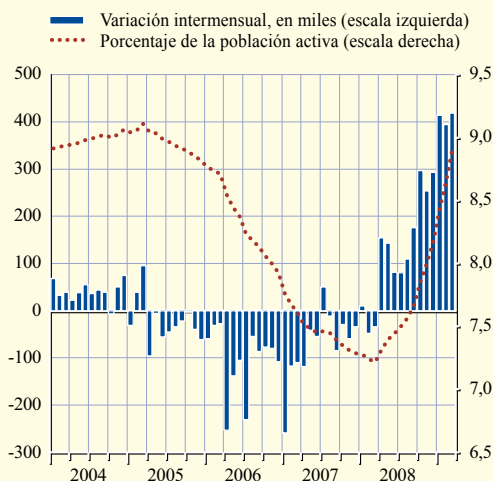
(tasas de variación interanual)



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.

estabilización, aunque en niveles muy bajos. En general, es probable que la actividad económica mantenga su debilidad en lo que resta de año y que se recupere gradualmente durante el 2010. En particular, la sustancial caída de 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 externa como la interna deberían beneficiarse de los efectos de las importantes medidas de estímulo macroeconómico que se están aplicando, así como de las adoptadas hasta el momento para restablecer el funcionamiento del sistema financiero tanto fuera como dentro de la zona del euro.

Los riesgos para estas perspectivas siguen estando, en general, equilibrados. En cuanto a los riesgos a la baja, preocupa la posibilidad de que las turbulencias que afectan a los mercados financieros tengan un mayor impacto sobre la economía real y se teme que puedan intensificarse las presiones inflacionistas y se produzca una evolución negativa de la economía mundial como resultado de una corrección desordenada de los desequilibrios mundiales. Al mismo tiempo, 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 económica adoptadas.

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

5.1 TIPOS DE CAMBIO

En términos efectivos nominales, el euro se ha apreciado moderadamente desde finales de enero del 2009 en un contexto de nuevos descensos de la volatilidad de los tipos de cambio.

TIPO DE CAMBIO EFECTIVO DEL EURO

El 6 de mayo 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 2% por encima de los niveles vigentes a finales de enero del 2009 y en torno a un 1% por debajo de la media del 2008 (véase gráfico 32). La apreciación del euro desde finales de enero del 2009 refleja un fortalecimiento frente al yen japonés y, en menor medida, frente al dólar estadounidense. Este movimiento alcista se contrarrestó ligeramente con una depreciación frente a la libra esterlina, la corona sueca y el forint húngaro. En abril y en los primeros días de mayo el tipo de cambio efectivo nominal del euro se debilitó, principalmente como consecuencia de su depreciación frente a la libra esterlina.

DÓLAR ESTADOUNIDENSE/EURO

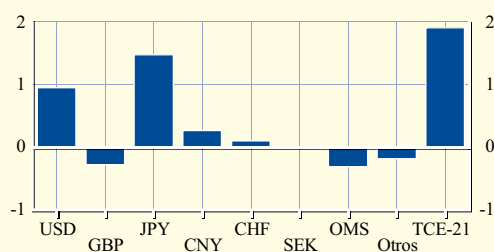
El euro se mantuvo prácticamente estable frente al dólar estadounidense en abril y en los primeros días de mayo en un clima de cierta fluctuación. Tras un inicial y ligero debilitamiento, posiblemente como consecuencia de la publicación de algunos datos desfavorables sobre la actividad económica de la zona del euro y el consiguiente aumento de las expectativas de los mercados respecto a la posibilidad de que el BCE recortara de nuevo los tipos de interés en un futuro cercano, el euro repuntó frente al dólar a mediados de abril, cuando, al publicarse datos más positivos de lo esperado respecto a las principales áreas económicas, los inversores abandonaron, al parecer, el refugio seguro que habían buscado en ciertas monedas, entre ellas el dólar estadounidense y el yen japonés, que habían desempeñado un papel muy destacado desde finales del 2008. La estabilidad del euro en abril y en los primeros días de mayo siguió a un periodo de apreciación en marzo, en el que influyó, sobre todo, el anuncio por parte del Comité de Operaciones de Mercado Abierto de la Reserva Federal, el 18 de marzo, de una serie de

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

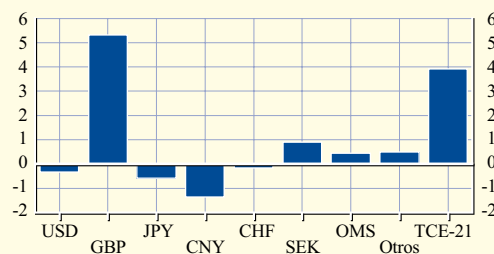
(datos diarios)



Contribuciones a las variaciones del TCE²⁾
Del 31 de enero de 2009 al 6 de mayo de 2009
(en puntos porcentuales)



Contribuciones a las variaciones del TCE²⁾
Del 3 de enero de 2005 al 6 de mayo de 2009
(en puntos porcentuales)



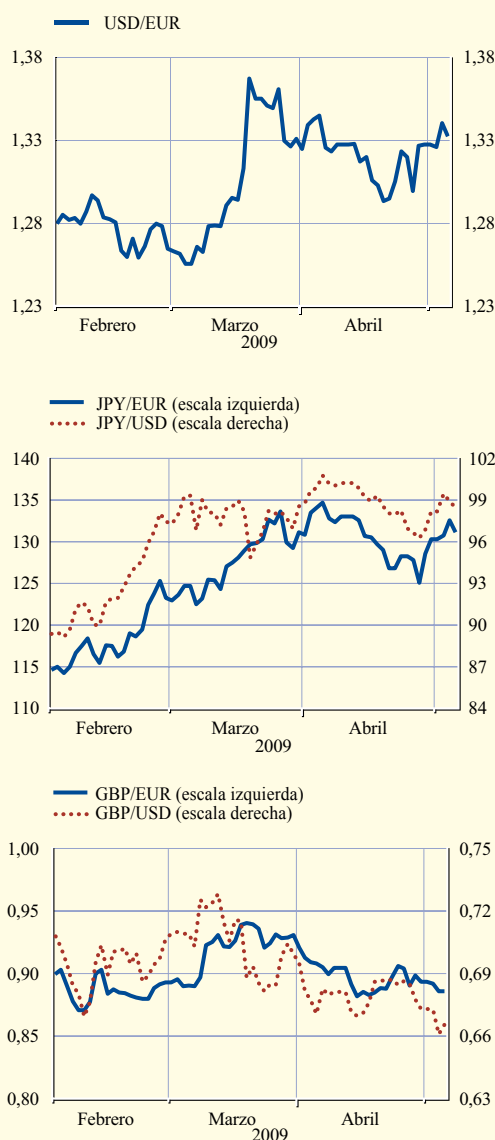
Fuente: BCE.

1) Un aumento del índice supone una apreciación del euro frente a las monedas de los 21 socios comerciales más 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.

Gráfico 33 Evolución de los tipos de cambio

(datos diarios)



Fuente: BCE.

medidas de política monetaria no convencionales, y a otro de estabilidad generalizada durante el mes de febrero. El 6 de mayo, el euro cotizaba a 1,33 dólares estadounidenses, alrededor de un 4% por encima de los niveles registrados a finales de enero y un 9,4% por debajo de la media del 2008 (véase gráfico 33).

YEN JAPONÉS/EURO

Siguiendo una evolución prácticamente paralela a la observada frente al dólar, el euro se depreció frente al yen japonés en abril, posiblemente como consecuencia de la publicación de datos, en los que se evidenciaba un debilitamiento de la actividad económica en la zona del euro y el creciente temor ante una pandemia de la gripe porcina, que podría haber conducido a los mercados hacia otras monedas en busca de refugio seguro. Después, el euro repuntó en los primeros días de mayo, debido, posiblemente, a la publicación de nuevos datos, más favorables de lo previsto, en las principales áreas económicas, y a nuevos descensos del nivel de incertidumbre percibida respecto a los tipos de cambio. La estabilidad del euro frente al yen japonés en abril y en los primeros días de mayo siguió a la considerable apreciación registrada en la segunda mitad de febrero y en marzo, que posiblemente tuvo su origen en la pronunciada caída de la actividad económica en Japón en el último trimestre del 2008, reforzada por las significativas revisiones de las perspectivas de crecimiento de la economía japonesa. El 6 de mayo, el euro cotizaba a 131,17 yenes, alrededor de un 14% por encima del nivel observado a finales de enero del 2009 (véase gráfico 33), pero todavía un 14% por debajo de la media del 2008.

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 depreció frente al euro en febrero y se mantuvo bastante estable a partir de entonces en un valor de alrededor de 0,71 lats, es decir, 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 al conocerse una serie de evidencias que confirmaban la gravedad de la recesión que atraviesa actualmente el Reino Unido. Tras registrar un ligero

repunte, posiblemente asociado a la subida de los precios de las acciones en el Reino Unido, la libra se estabilizó en cierta medida frente al euro, y también como consecuencia de la notable revisión negativa de las perspectivas respecto al déficit público del Reino Unido, que afectó a la moneda británica. El 6 de mayo de 2009, el euro cotizaba a 0,89 libras esterlinas, un 1,3% por debajo del nivel registrado tres meses antes y un 11,2% por encima de la media del 2008. Desde finales de enero, el euro ha registrado una moderada depreciación (del 1,1%) frente al zloty polaco y un debilitamiento más acusado frente al leu rumano (3,5%), la corona checa (3,9%) y el forint húngaro (4,4%).

OTRAS MONEDAS

Entre mediados de septiembre del 2008 y principios de marzo del 2009, y a pesar de algunas grandes fluctuaciones, el euro continuó depreciándose frente al franco suizo como consecuencia del rápido aumento de la volatilidad implícita de los tipos de cambio, así como de la convergencia de los niveles de los tipos de interés entre las principales áreas económicas. El 12 de marzo, tras la reunión sobre política monetaria del Banco Nacional de Suiza y el anuncio de que la entidad interveniría en el mercado suizo de renta fija privada y en los mercados de divisas, el franco suizo se depreció de forma bastante significativa. Posteriormente, tendió a apreciarse de nuevo, aunque a un ritmo muy moderado. El 6 de mayo de 2009, el euro cotizaba en torno a 1,51 francos suizos, es decir, alrededor de un 1,5% por encima del nivel observado a finales de enero y un 5% por debajo de la media del 2008. Entre finales de enero y el 6 de mayo de 2009, el euro se depreció un 1,7% frente a la corona noruega.

5.2 BALANZA DE PAGOS

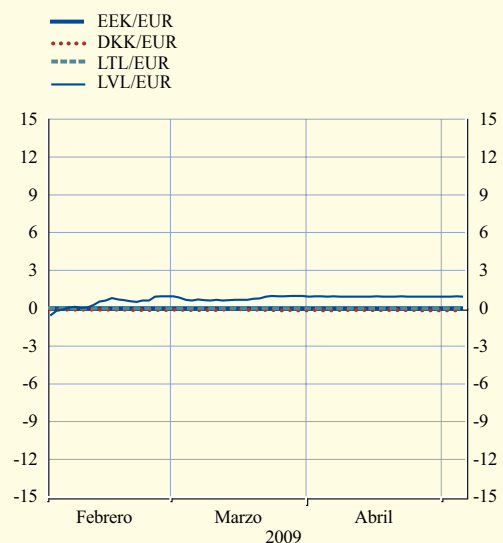
El déficit de la balanza por cuenta corriente de la zona del euro siguió aumentando y ascendió a 107 mm de euros (1,2% del PIB) en el año transcurrido hasta febrero del 2009, como consecuencia, principalmente, del creciente déficit de la balanza de bienes. En la cuenta financiera, las mayores entradas netas de instrumentos del mercado monetario se contrarrestaron, en parte, con un aumento de las salidas netas de inversiones directas, lo que se tradujo en un incremento de las entradas netas en el agregado de inversiones directas y de cartera que se elevó, en cifras acumuladas, a 191,3 mm de euros durante el mismo período.

COMERCIO Y BALANZA POR CUENTA CORRIENTE

En el año transcurrido hasta febrero del 2009, la balanza por cuenta corriente de la zona del euro registró un déficit acumulado de 107 mm de euros (en cifras desestacionalizadas y ajustadas de días laborables), que corresponden a un 1,2% del PIB, aproximadamente, frente al superávit de 6 mm de euros contabilizado durante el mismo período un año antes. Esta evolución estuvo determinada, en gran medida, por un cambio de signo, de superávit a déficit, en la balanza de bienes, aunque el descenso del superávit de la balanza de servicios y el aumento de los déficit de las balanzas de rentas y

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 $\pm 15\%$.

transferencias corrientes también influyeron en cierta medida. El deterioro del comercio de bienes elevó el déficit de la balanza de bienes hasta 12,1 mm de euros en el año transcurrido hasta febrero del 2009, frente al superávit de 46,4 mm de euros registrado un año antes (véase gráfico 35). El mayor coste de las importaciones de petróleo durante el primer semestre del 2008 y el hecho de que, en la segunda mitad del período, las exportaciones registraran una caída más acusada que las importaciones son los principales factores determinantes de esta evolución.

Considerando la evolución más reciente, la intensificación de las turbulencias financieras en septiembre del 2008 parece haber estado asociada a una notable contracción del comercio a escala mundial. En consonancia con esta situación mundial, el retroceso de las exportaciones y las importaciones de bienes de la zona del euro se agravó de forma significativa en los tres meses transcurridos hasta febrero del 2009, descendiendo tanto unas como otras, en términos nominales, en torno a un 11%. Por el contrario, en el anterior período de tres meses (hasta noviembre del 2008) la contracción fue mucho menor: 3,6% en el caso de las exportaciones y 3,3% en el de las importaciones (véase cuadro 8).

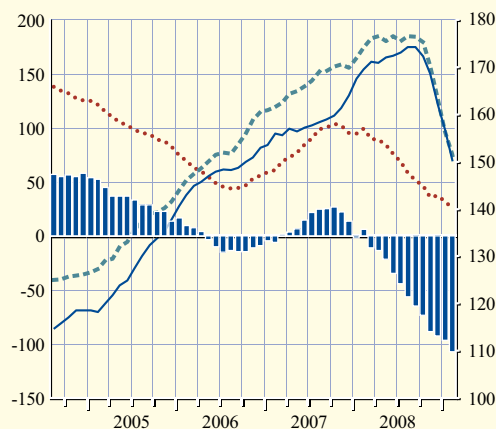
La desagregación de comercio de bienes en volúmenes y precios, disponible hasta enero del 2009, muestra que la fuerte desaceleración de las exportaciones de bienes se debió casi en su totalidad a una caída en términos reales. El crecimiento de las exportaciones reales ya había comenzado a contraerse en el segundo trimestre del 2008, pero experimentó un fuerte deterioro en el último trimestre del año. Aunque la caída de las exportaciones se debió, principalmente, al debilitamiento de la demanda mundial, el deterioro de la situación financiera y de la confianza a escala mundial desde septiembre del 2008 podría haber sido un factor agravante. Al mismo tiempo, la reducción de las importaciones nominales en el último trimestre del 2008 se debió tanto a una contracción de las importaciones en términos reales como a una caída de los precios de importación como resultado del descenso de los precios del petróleo y de las materias primas no energéticas y de la demanda interna. En el recuadro 7 se analiza con más detalle la evolución de los precios del comercio y de la competitividad.

La distribución geográfica del comercio de bienes de la zona del euro muestra que, en los tres meses transcurridos hasta enero del 2009, las exportaciones reales de la zona del euro se redujeron, en general, en comparación con el período de tres meses anterior. En particular, se observó una fuerte contracción de las exportaciones a Estados Unidos, Reino Unido, Asia y los países que se han incorporado a la Unión Europea desde el año 2004. Las exportaciones a los países de la OPEP también comenzaron a reducirse durante el mismo período, tras una larga etapa de crecimiento excepcional. Esta contracción podría asociarse con los negativos efectos sobre la riqueza

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

(mm de euros; datos mensuales; datos desestacionalizados)

- Balanza por cuenta corriente (datos acumulados de doce meses; escala izquierda)
- ... Balanza comercial (datos acumulados de doce meses; escala izquierda)
- - - Exportaciones de bienes y servicios (media móvil de tres meses; escala derecha)
- Importaciones de bienes y servicios (media móvil de tres meses; escala derecha)



Fuente: BCE.

Cuadro 8 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		
	2009 Ene	2009 Feb	2008 May	2008 Ago	2008 Nov	2009 Feb	2008 Feb	2009 Feb
<i>mm de euros</i>								
Cuenta corriente	-12,3	-8,1	-7,0	-7,6	-10,0	-11,1	6,0	-107,0
Bienes	-3,9	0,1	-0,3	-1,2	-0,4	-2,2	46,4	-12,1
Exportaciones	110,1	108,5	133,3	134,7	128,2	111,3	1.539,0	1.522,6
Importaciones	114,0	108,5	133,6	135,9	128,6	113,5	1.492,6	1.534,7
Servicios	3,8	3,0	3,8	3,5	2,0	3,5	52,8	38,2
Exportaciones	41,8	39,1	42,2	41,9	42,0	40,1	497,4	498,6
Importaciones	38,0	36,1	38,4	38,4	40,1	36,6	444,7	460,5
Rentas	-3,6	-4,7	-2,3	-2,0	-3,3	-4,4	-4,3	-35,9
Transferencias corrientes	-8,6	-6,5	-8,2	-7,9	-8,3	-8,0	-88,9	-97,2
Cuenta financiera ¹⁾	51,2	-5,4	24,3	21,3	43,2	21,9	35,1	331,9
Total inversiones directas y de cartera netas	-23,3	48,0	-17,6	17,9	60,6	2,9	49,6	191,3
Inversiones directas netas	-15,9	-13,2	-17,0	-12,8	-28,9	-17,2	-142,0	-227,9
Inversiones de cartera netas	-7,4	61,2	-0,6	30,7	89,5	20,1	191,6	419,2
Acciones y participaciones	-52,3	2,3	-7,4	5,9	-15,0	-17,0	108,1	-100,5
Valores distintos de acciones	44,9	58,9	6,8	24,9	104,5	37,1	83,5	519,7
Bonos y obligaciones	16,9	48,3	15,3	16,2	25,6	19,8	152,7	231,1
Instrumentos del mercado monetario	28,0	10,6	-8,6	8,6	78,9	17,2	-69,2	288,7
<i>Variaciones porcentuales sobre el período anterior</i>								
Bienes y servicios	-1,7	-2,8	0,8	0,6	-3,6	-11,1	9,1	-0,7
Exportaciones	-1,7	-2,8	0,8	0,6	-3,6	-11,1	9,1	-0,7
Importaciones	-1,0	-4,9	1,4	1,3	-3,3	-11,0	7,3	3,0
Bienes	-4,3	-1,5	1,6	1,0	-4,8	-13,2	8,4	-1,1
Exportaciones	-4,3	-1,5	1,6	1,0	-4,8	-13,2	8,4	-1,1
Importaciones	-3,2	-4,9	1,2	1,8	-5,4	-11,8	6,4	2,8
Servicios	6,0	-6,4	-1,5	-0,9	0,5	-4,6	11,3	0,2
Exportaciones	6,0	-6,4	-1,5	-0,9	0,5	-4,6	11,3	0,2
Importaciones	6,5	-4,9	2,1	-0,2	4,4	-8,6	10,2	3,6

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.

y, posiblemente, con el debilitamiento de la demanda de importaciones como consecuencia de la caída de los ingresos petroleros en los países exportadores de petróleo (véase el recuadro 1, titulado «Efectos de la caída del precio del petróleo en la balanza por cuenta corriente de algunas economías»).

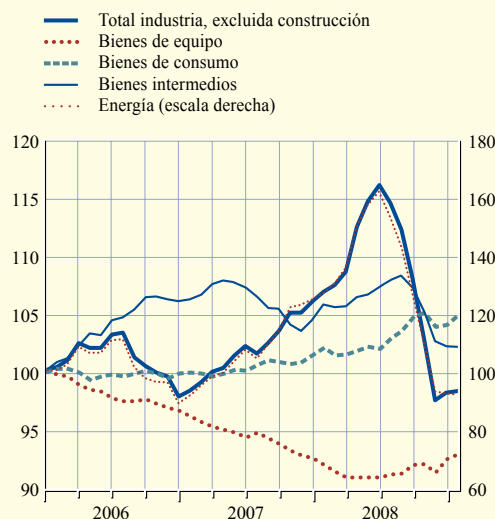
Recuadro 7

EVOLUCIÓN RECIENTE DE LOS PRECIOS DEL COMERCIO CON PAÍSES NO PERTENECIENTES A LA ZONA DEL EURO Y COMPETITIVIDAD EN TÉRMINOS DE PRECIOS

Desde julio hasta diciembre del 2008, los precios de las importaciones procedentes de fuera de la zona del euro cayeron un 16% (véase gráfico A) y los de las exportaciones a países no pertenecientes a la zona bajaron un 3,5% (véase gráfico B). En ambos casos se trata de precios expresados en euros. Desde entonces, los precios del comercio han mostrado ciertas señales de estabilización. En este recuadro

Gráfico A Precios industriales de las importaciones procedentes de países no pertenecientes a la zona del euro

(índice: enero 2006 = 100; datos mensuales)

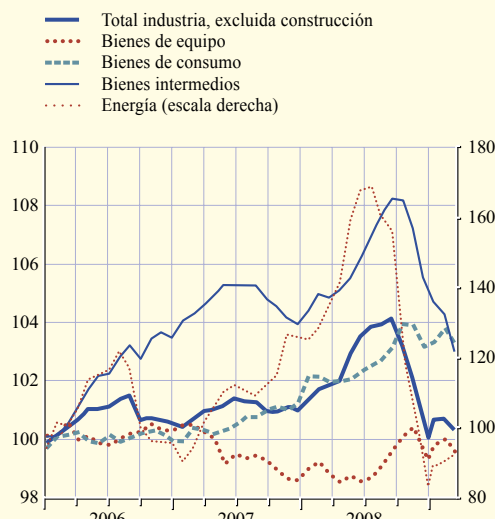


Fuente: Eurostat.

Nota: Las observaciones más recientes corresponden a febrero del 2009.

Gráfico B Precios industriales de las exportaciones a países no pertenecientes a la zona del euro¹⁾

(índice: enero 2006 = 100; datos mensuales)



Fuente: Eurostat.

Nota: Las observaciones más recientes corresponden a febrero del 2009.

1) Los precios industriales de las exportaciones se refieren a transacciones directas entre productores de la zona del euro y clientes no pertenecientes a la zona. No incluyen las exportaciones de mayoristas o las reexportaciones, por lo que sólo son un índice aproximado de precios de exportación de bienes industriales.

se analizan los distintos factores determinantes de esta evolución y sus implicaciones para la competitividad de la zona del euro en términos de precios.

La brusca caída de los precios de exportación e importación registrada en el segundo semestre del 2008 estuvo determinada por factores comunes, especialmente por las repercusiones del marcado descenso de los precios de las materias primas, en particular de los de la energía, después del comienzo de la actual crisis financiera. Entre julio y diciembre del 2008, al disminuir los precios de importación y exportación de la energía, en un 42,6% y un 50,4%, respectivamente, la reducción de los precios de la energía contribuyó en gran medida al descenso de los precios totales del comercio. A principios del 2009, los precios de las materias primas repuntaron y los precios del comercio se estabilizaron en cierta medida. Al transmitirse gradualmente a los costes de los bienes intermedios, la caída de los precios de las materias primas ha ejercido también indirectamente presiones a la baja sobre los precios del comercio en otras categorías. Por ejemplo, los precios de las exportaciones de bienes de consumo a países no pertenecientes a la zona del euro respondieron con retraso, experimentando un descenso del 0,7% en diciembre.

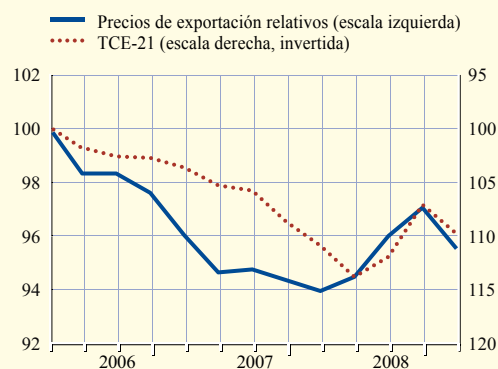
La creciente presión de la competencia en los mercados internacionales puede haber impulsado a los exportadores de dentro y fuera de la zona del euro a recortar los precios más allá del margen de maniobra ofrecido por el descenso de los precios de los bienes intermedios, a fin de proteger su cuota de mercado. Por otro lado, a la luz de la pronunciada desaceleración de la demanda mundial, los efectos de la depreciación del euro en términos efectivos nominales registrada en el segundo semestre del 2008 (véase gráfico C) parecen haberse transmitido de forma asimétrica: los productores de

la zona del euro trasladaron la depreciación a precios de exportación más bajos en moneda extranjera, posiblemente en mayor medida que en una fase de expansión mundial, y los exportadores a la zona del euro pueden haber tenido menor disposición a elevar los precios en euros, prefiriendo reducir los márgenes. Se espera que estos efectos de la competencia sean, a corto plazo, más acusados que el impacto de los precios de las materias primas, que se han estabilizado en los últimos tiempos. Además, la reciente desaceleración del crecimiento de los precios de importación ha de considerarse en el contexto de las presiones a la baja sobre los precios de importación de las manufacturas resultantes de la creciente participación de las importaciones en la zona del euro de bienes manufacturados procedentes de países de bajos costes, como China y los nuevos Estados miembros de la UE¹.

Desde el inicio de la recesión mundial se ha observado una elevada sincronización entre los precios de exportación de los competidores, medidos en las monedas nacionales, y los de la zona del euro. Con todo, los precios de exportación relativos (expresados en euros) ponderados por el comercio indican que la zona del euro ha ganado competitividad en términos de precios en el segundo semestre del 2008, como resultado, básicamente, de la depreciación del euro (véase gráfico C). Sin embargo, esta ganancia se ha reducido ligeramente, tras la apreciación del euro registrada a comienzos del 2009. De cara al futuro, la competitividad en términos de precios dependerá fundamentalmente de la evolución del tipo de cambio y del comportamiento de los precios de exportación de los competidores, dada la posible intensificación de la competencia en un entorno de debilidad del comercio mundial.

Gráfico C Precios de exportación relativos de la zona del euro y tipo de cambio efectivo nominal (TCE-21)

(índice: I 2006 = 100; datos trimestrales)



Fuentes: Cálculos de los expertos del BCE y Eurostat.

Nota: Las observaciones más recientes corresponden al primer trimestre del 2009. Un aumento de los precios de exportación relativos señala una mayor competitividad de la zona del euro en términos de precios.

1 Los cálculos de los expertos del BCE muestran que el aumento de la penetración de importaciones procedentes de países de bajos costes podría haber moderado los precios de importación de bienes manufacturados en la zona del euro aproximadamente en 2 puntos porcentuales por año en el periodo 1995-2004 (véase el artículo titulado «Globalización, comercio y macroeconomía de la zona del euro», en el Boletín Mensual de enero del 2008). Ello se debe, en gran medida, al «efecto de participación» de China y de los nuevos Estados miembros de la UE, que recoge el impacto a la baja sobre los precios de importación del aumento de la cuota de importación de los países de bajos costes, combinado con el nivel de precios relativamente más bajo de los proveedores de importaciones de bajo coste.

Por categorías amplias de bienes, las contracciones más acusadas de las exportaciones nominales durante los tres meses transcurridos hasta enero del 2009 se registraron en los bienes intermedios y de capital (véase gráfico 36). Al mismo tiempo, se observó una caída de las importaciones en términos reales, especialmente en las rúbricas de bienes de capital e intermedios. Esta evolución refleja la desaceleración de la actividad económica mundial y, posiblemente, una mayor sensibilidad del comercio ante las condiciones de financiación y la situación macroeconómica internacionales en un entorno mundial en el que los procesos de producción y las cadenas de suministro se definen por su carácter transnacional.

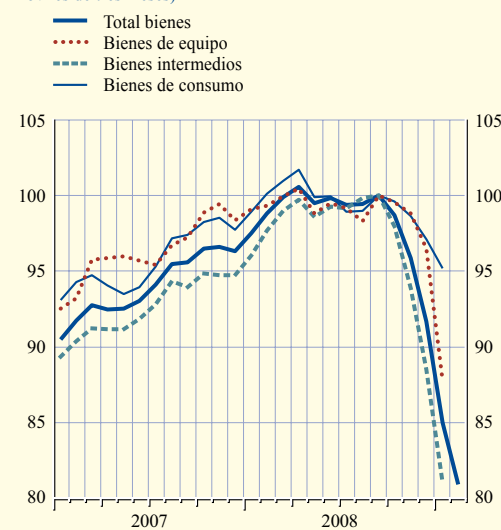
Por lo que respecta a los otros componentes de la balanza por cuenta corriente, el superávit de la balanza de servicios se redujo a 38,2 mm de euros en el año transcurrido hasta febrero del 2009 (desde los 52,8 mm de euros contabilizados un año antes). Durante el mismo periodo, el déficit de la balanza de rentas aumentó de 4,3 mm de euros a 35,9 mm de euros, como resultado, en gran medida, del descenso de los ingresos por rentas de no residentes en la zona del euro. Por último, el déficit de la balanza de transferencias corrientes también aumentó, de 88,9 mm de euros en febrero del 2008 a 97,2 mm de euros en febrero del 2009.

CUENTA FINANCIERA

En los doce meses transcurridos hasta febrero del 2009, el agregado de inversiones directas y de cartera de la zona del euro registró un significativo aumento de las entradas netas, que ascendieron a 191,3 mm de euros, frente a las entradas netas de 49,6 mm de euros contabilizadas en el mismo periodo un año antes (véase gráfico 37). Este aumento tuvo su origen, principalmente, en un incremento de las entradas netas de inversiones de cartera que, a su vez, se debió sobre todo a un fuerte crecimiento de las entradas netas de instrumentos del mercado monetario. El entorno de mayor aversión al riesgo, combinado con la falta de liquidez observada tras la intensificación de las turbulencias financieras en septiembre del 2008 hizo que los inversores, tanto residentes como no residentes, repatriaran fondos y diversificaran sus inversiones orientándolas hacia categorías de activos más líquidos, como los instrumentos del

Gráfico 36 Valores nominales de las exportaciones de algunos bienes a países no pertenecientes a la zona del euro

(índice: septiembre 2008 = 100; datos desestacionalizados: medias móviles de tres meses)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Nota: Las observaciones más recientes corresponden a enero del 2009, excepto para el total bienes (febrero del 2009).

Gráfico 37 Total de inversiones directas y de cartera de la zona del euro

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



Fuente: BCE.

mercado monetario. Examinando la situación con más detalle, se observa que las entradas netas de instrumentos del mercado monetario de la zona del euro aumentaron hasta 288,7 mm de euros en los doce meses transcurridos hasta febrero del 2009, en comparación con las salidas netas de 69,2 mm de euros registradas un año antes. En octubre del 2008, las entradas netas contabilizadas en esta categoría de activos alcanzaron el nivel mensual más alto registrado desde 1999. Por lo que respecta a las inversiones directas, el mayor sesgo nacional parece haber sido un importante factor determinante de la evolución observada durante el pasado año, ya que los flujos de este tipo de inversiones se redujeron significativamente en el período de doce meses transcurrido hasta febrero del 2009, tanto en el lado del activo como en el del pasivo, en comparación con el año anterior. No obstante, el descenso de la inversión exterior neta en la zona del euro fue mayor que la contracción de la inversión de la zona del euro en el exterior, lo que se tradujo en unas salidas netas de inversiones directas de 227,9 mm de euros en el período de doce meses transcurrido hasta febrero del 2009, frente a los 142 mm de euros registrados en los doce meses anteriores.

Los datos correspondientes al período de tres meses más reciente sugieren que la evolución de los instrumentos del mercado monetario sigue siendo el principal factor determinante de la dinámica general de la cuenta financiera. El agregado de inversiones directas y de cartera registró, en promedio, entradas netas mensuales por importe de 2,9 mm de euros en los tres meses transcurridos hasta febrero del 2009, a diferencia de las entradas netas de 60,6 mm de euros contabilizadas en el período de tres meses anterior (véase cuadro 8). La causa principal es el descenso de las entradas netas de instrumentos del mercado monetario.