

EVOLUCIÓN ECONÓMICA Y MONETARIA

I ENTORNO EXTERIOR DE LA ZONA DEL EURO

Aunque la economía mundial sigue atravesando una grave recesión fuertemente sincronizada, los indicadores más recientes apuntan a una reducción del ritmo de contracción, aunque todavía no se percibe el inicio de una firme recuperación. Las presiones inflacionistas mundiales se han moderado rápidamente en los últimos meses, debido al aumento de la capacidad excedente de producción y a la caída de los precios de las materias primas. Las perspectivas de la economía mundial siguen estando sujetas a un grado de incertidumbre excepcionalmente alto, pero los riesgos para la actividad económica mundial se han equilibrado en mayor medida, como sugiere la lenta reducción de la aversión al riesgo en los mercados financieros mundiales.

I.1 EVOLUCIÓN DE LA ECONOMÍA MUNDIAL

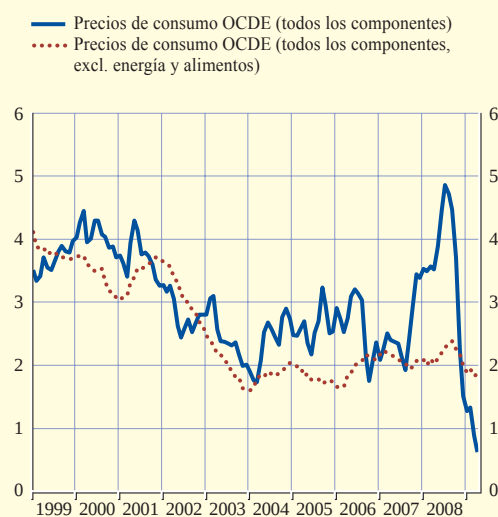
Aunque la economía mundial atraviesa todavía una grave recesión fuertemente sincronizada, los indicadores recientes apuntan a una desaceleración del ritmo de contracción de la actividad económica. Tras la contracción registrada en el cuarto trimestre del 2008, la actividad económica siguió siendo muy débil en todo el mundo en el primer trimestre del 2009. En las economías industrializadas, la caída de los precios de los activos y la necesidad que tuvieron las empresas financieras y los hogares de ajustar sus balances generaron efectos adversos sobre la riqueza y tuvieron un efecto negativo sobre la confianza que frenó el consumo y la inversión. Los mercados emergentes se vieron afectados por la recesión de las economías industrializadas. El comercio mundial registró una caída sincronizada sin precedentes hacia finales del 2008 y comienzos del 2009, en paralelo con la desaceleración de la actividad económica.

La evidencia más reciente basada en los indicadores apunta a una ralentización del ritmo de contracción de la economía mundial, aunque todavía no se observan indicios de una firme recuperación. En los seis últimos meses, el Índice general de directores de compras (PMI en sus siglas en inglés) ha seguido recuperándose de forma sostenida desde el mínimo registrado en noviembre del 2008. No obstante, el indicador se mantiene por debajo del umbral que separa la expansión de la contracción en todas las categorías, de lo que se deduce que, a escala mundial, se está reduciendo en cierta medida la actividad en todos los sectores. Como resultado, en parte, de las contundentes medidas de política, que han tenido un creciente efecto en todo el mundo en los últimos meses, la extrema aversión al riesgo que demostraban los participantes en los mercados se ha atenuado ligeramente, aunque las condiciones de financiación en los principales segmentos del mercado han seguido siendo relativamente restrictivas en general, a pesar del bajo nivel de los tipos de interés.

Al mismo tiempo, las presiones inflacionistas a escala mundial se han moderado rápidamente en los últimos meses. La inflación general medida por el IPC se situó, en los países de la OCDE, en un 0,6% en los doce meses transcurridos hasta abril del 2009, bajando desde el máximo de casi el 5% registrado en julio del 2008. En varias de las grandes economías industrializadas, las tasas de inflación interanual

Gráfico I Evolución de los precios internacionales

(datos mensuales; tasas de variación interanual)



Fuente: OCDE.

se han tornado negativas. El retroceso generalizado de la inflación puede atribuirse, principalmente, al aumento de la capacidad excedente de producción como resultado de la desaceleración de la actividad económica mundial y de la caída de los precios de las materias primas. Aunque los precios del petróleo han subido en los tres últimos meses, la tasa de descenso interanual sigue siendo sustancial. En mayo, por ejemplo, el precio del Brent se situó en un nivel inferior a la mitad del registrado un año antes. La importancia de la evolución de los precios de las materias primas en las tendencias actuales de la inflación también se refleja en la tasa de inflación de la OCDE excluidos la energía y los alimentos, que se situó en el 1,9% en el año transcurrido hasta abril del 2009 y, por consiguiente, en niveles cercanos a los observados en los últimos años. Las expectativas de inflación siguen estando bien ancladas en cifras positivas, de lo que se deduce que las presiones desinflacionistas mundiales se consideran, en gran medida, un fenómeno transitorio.

ESTADOS UNIDOS

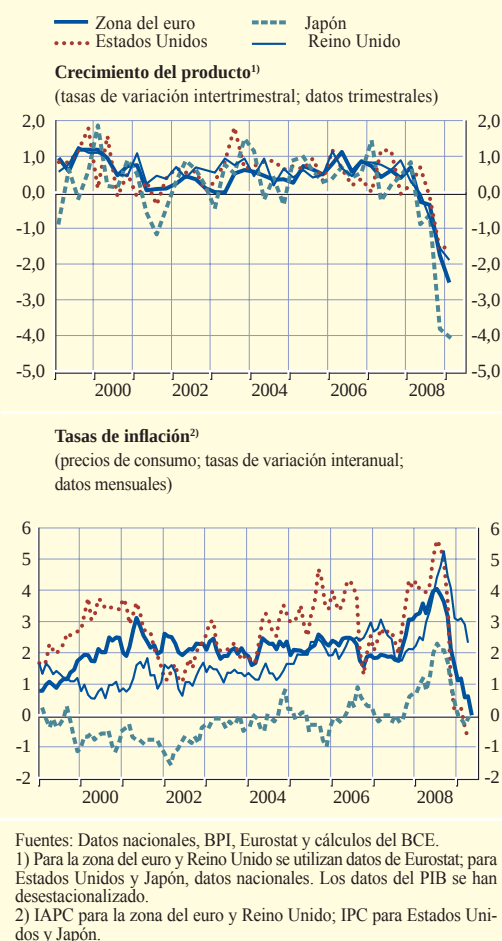
En Estados Unidos, se ha mantenido la atonía de la actividad económica. La economía siguió contrayéndose en el primer trimestre del 2009, pero a un ritmo más lento de lo previsto anteriormente. Según las estimaciones provisionales, el PIB real se redujo un 5,7%, en tasa anualizada, tras la contracción del 6,3% registrada en el trimestre anterior. Debido a que la evaluación de las existencias

fue menos negativa y a la reducción del déficit comercial, la caída fue menos pronunciada que en la estimación provisional publicada anteriormente (-6,1%). Las exportaciones, las existencias y la inversión privada en capital fijo siguieron siendo un lastre para la economía en el primer trimestre del 2009, que sólo se compensó, en parte, con un descenso de las importaciones y un aumento del gasto en consumo.

Por lo que respecta a la evolución de los precios, la inflación interanual medida por el IPC se adentró aún más en territorio negativo, bajando hasta el -0,7% registrado en el año transcurrido hasta abril del 2009, desde el -0,4% de marzo. El descenso de la inflación general tuvo su origen, en gran parte, en efectos de base derivados de la pronunciada caída de los precios de la energía. La tasa de inflación interanual, excluidos la energía y los alimentos, se elevó hasta el 1,9% en abril, desde el 1,8% de marzo.

Las perspectivas de la actividad económica en Estados Unidos siguen siendo sombrías. El deterioro de las condiciones del mercado de trabajo y los esfuerzos de los hogares para reconstruir sus ahorros y reducir los niveles de deuda acumulados en años anteriores ejercerán, probablemente, una fuerte presión a la baja sobre el consumo. Se prevé que la inversión empresarial siga siendo moderada en vista de las restricciones al crédito y la incertidumbre respecto a las perspectivas económicas. Además, es

Gráfico 2 Principales indicadores de las economías más industrializadas



probable que la contribución de la demanda externa al crecimiento económico sea escasa a corto plazo, debido a la debilidad de la actividad económica mundial. No obstante, la gradual estabilización que se observa en algunos datos recientes, por ejemplo, en los relativos al gasto en consumo, la actividad en el sector de la vivienda y la confianza de los consumidores, parece indicar una desaceleración del ritmo de deterioro económico. La demanda interna debería verse respaldada por el notable estímulo fiscal en curso. Asimismo, la rápida reducción de las existencias podría considerarse como una señal positiva para las perspectivas de una gradual recuperación. Por lo que respecta a la evolución de los precios, los efectos de base derivados de la fuerte caída de los precios de la energía deberían traducirse, de forma transitoria, en cifras de inflación incluso aún más negativas que las observadas en los últimos meses. El notable margen no utilizado de capacidad productiva debería limitar la presión alcista sobre los precios.

La debilidad generalizada del entorno económico se refleja en la gama de las proyecciones realizadas por los miembros del Comité de Operaciones de Mercado Abierto de la Reserva Federal, publicadas junto con las actas de la reunión celebrada los días 28 y 29 de abril de 2009. Mientras que las autoridades monetarias de la Reserva Federal observan «ciertas señales que apuntan a una estabilización económica», la tendencia central de sus proyecciones de crecimiento del PIB real de Estados Unidos se sitúan en un intervalo del -2,0% al -1,3% para el 2009, del 2,0% al 3,0% para el 2010 y del 3,5% al 4,8% para el 2011 (medido en tasas de crecimiento interanual del cuarto trimestre). Ello representa una notable revisión a la baja en relación con las proyecciones de enero, que situaban el crecimiento del PIB real en intervalos del -1,3% al -0,5% en el 2009 y del 2,5% al 3,3% en el 2010.

JAPÓN

Según los primeros datos provisionales publicados por la Oficina Económica del Gobierno de Japón, la caída del PIB se aceleró en el primer trimestre del 2009 hasta el -0,4% en tasa intertrimestral, lo que representa la mayor contracción de la que se tiene constancia y marca el cuarto trimestre consecutivo de crecimiento negativo. El desfavorable comportamiento económico registrado en el primer trimestre tiene su origen, principalmente, en una caída de las exportaciones (-26% en tasa intertrimestral), la inversión privada (-10,4%), la inversión en vivienda (-5,4%) y el consumo (-1,1%). Además, la Oficina Económica del Gobierno revisó a la baja el crecimiento del PIB real en el cuarto trimestre del 2008 hasta el -3,8% (en tasa intertrimestral), desde el -3,2%, lo que supone la segunda contracción más grande jamás registrada. Este resultado refleja revisiones a la baja del consumo privado, la inversión privada y las exportaciones.

Los precios de consumo han seguido reduciéndose desde el comienzo del 2009, debido a la caída de los precios de la energía y a la creciente atonía económica. En conjunto, la inflación interanual medida por el IPC continuó siendo negativa: -0,1% en abril, frente a -0,3% en marzo. Excluidos la energía y los alimentos, la inflación medida por el IPC se redujo hasta el -0,4%, en tasa interanual, en abril, mientras que la inflación subyacente, es decir, excluidos los alimentos frescos, se mantuvo en un nivel de -0,1%.

El 22 de mayo 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.

De cara al futuro, las perspectivas de la economía japonesa siguen siendo débiles, aunque se prevé que se modere la contracción. Se espera que las exportaciones toquen fondo en el primer trimestre y es probable que la recuperación económica tenga su origen en una reanudación del crecimiento de la demanda externa.

REINO UNIDO

En el Reino Unido, el PIB real ha experimentado una contracción en los últimos trimestres, mientras que la inflación se redujo de forma notable en abril del 2009, tras alcanzar niveles un tanto elevados en los meses anteriores. Según las estimaciones provisionales de la Oficina Nacional de Estadística, el PIB se redujo un 1,9% en tasa intertrimestral en el primer trimestre del 2009, tras registrar una caída del 1,6% en el trimestre anterior. La caída fue especialmente pronunciada en la industria manufacturera, con un 6,2%. De cara al futuro, se prevé una nueva contracción del PIB real, en la medida en que la caída del empleo, la reducción de la riqueza inmobiliaria y financiera y las restrictivas condiciones de concesión de créditos probablemente seguirán afectando al gasto en consumo en el corto plazo. Los precios de la vivienda han venido bajando desde el inicio de la crisis financiera a mediados del 2007 y la variación del Índice Halifax de Precios de la Vivienda fue del -17,7% en abril del 2009. La inflación medida por el IAPC se redujo de forma acusada hasta el 2,3% en abril, desde el 2,9% en marzo, tras un ligero incremento a comienzos del 2009, posiblemente como consecuencia de una transmisión mayor de la esperada de la depreciación del tipo de cambio a los precios de consumo. De cara al futuro, se espera que la inflación descienda de nuevo y que se reduzca por debajo del objetivo del 2% establecido por el Gobierno. En los últimos meses, el Banco de Inglaterra ha adoptado una política de relajación cuantitativa. Concretamente, en marzo, el Comité de Política Monetaria decidió poner en marcha un programa de compras de activos por importe de 75 mm de libras esterlinas (que se incrementó hasta 125 mm de libras esterlinas en mayo), financiado mediante la emisión de reservas del banco central.

OTROS PAÍSES EUROPEOS

En la mayoría de los otros países de la UE no pertenecientes a la zona del euro, la debilidad de la actividad económica en los últimos trimestres ha venido acompañada de un descenso de la inflación. Tanto en Suecia como en Dinamarca, el PIB ha seguido reduciéndose. En Suecia, el PIB real experimentó una contracción del 0,9%, en tasa intertrimestral, en el primer trimestre del 2009, debido a las condiciones financieras más restrictivas, al debilitamiento de la demanda externa y al comportamiento más prudente de los hogares en materia de gasto. Estos factores también han moderado la actividad económica en Dinamarca, en donde se registró una contracción del producto del 1,9% 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 reducido hasta niveles bastante bajos en ambos países: en abril bajó hasta el 1,8% en Suecia y hasta el 1,1% en Dinamarca. El 21 de abril, el Sveriges Riksbank decidió recortar el tipo de interés de las operaciones dobles en 0,5 puntos porcentuales, hasta el 0,5%. El 2 de abril, y nuevamente el 7 de mayo de 2009, el Danmarks Nationalbank decidió rebajar su principal tipo de interés oficial en un total de 60 puntos básicos, hasta el 1,65%.

El crecimiento del PIB real también ha experimentado un notable deterioro en los países más grandes de la UE de Europa central y oriental en los últimos trimestres. La inflación se ha moderado en los últimos meses, aunque, en algunos países, el efecto retardado de la anterior depreciación del tipo de cambio podría haber presionado al alza sobre las cifras de inflación más recientes. En Hungría, el PIB real registró una contracción del 2,3%, en tasa intertrimestral, en el primer trimestre del 2009. También se redujo en la República Checa, un 0,9% en tasa intertrimestral, en el cuarto trimestre del 2008, y se prevé que se haya contraído aún más en el primer trimestre del 2009. En Rumanía, el deterioro de la actividad económica ha sido especialmente pronunciado en los últimos trimestres, con un descenso del PIB real del 2,6%, en tasa intertrimestral, en el primer trimestre del 2009. La actividad económica ha resistido mejor en Polonia, en donde el crecimiento intertrimestral siguió siendo positivo (0,4%) en el primer trimestre del 2009, debido al sólido aumento de la demanda interna en comparación con otros países de la región. Los indicadores a corto plazo sugieren que se mantendrá la debilidad de la actividad económica en estos países. Las tasas de inflación interanual, medidas por el IAPC, se han reducido en los

últimos meses en la mayoría de los países con la notable excepción de Polonia, en donde han aumentado hasta el 4,3% en abril, como consecuencia, entre otros factores, del impacto de la reciente depreciación del tipo de cambio. En Hungría, la inflación también se elevó ligeramente en abril, situándose en el 3,2% en tasa interanual. En la República Checa y en Rumanía, la inflación interanual medida por el IAPC cayó hasta el 1,1% y el 6,5%, respectivamente, en abril. El 6 de mayo, la Banca Națională a României redujo su principal tipo de interés oficial en 50 puntos básicos, hasta el 9,5%. El 7 de mayo, el Česká národní banka adoptó una medida similar, reduciendo su tipo de interés oficial en 25 puntos básicos, hasta el 1,5%. Por último, el 27 de mayo, el Narodowy Bank Polski siguió el mismo camino que sus homólogos de Rumanía y la República Checa, con un recorte de 50 puntos básicos, que situó su principal tipo de interés oficial en el 3%.

En cuanto a los países más pequeños de la UE no pertenecientes a la zona del euro, los Estados bálticos han experimentado una caída especialmente acusada de la actividad económica, reflejo tanto de las consecuencias de la crisis mundial como del ajuste económico en curso a nivel nacional. El PIB se redujo, en tasa intertrimestral, un 10,5% en Lituania, un 11,2% en Letonia y un 6,5% en Estonia en el primer trimestre del 2009. En los últimos meses, la inflación interanual, medida por el IAPC, ha seguido una trayectoria descendente sostenida en todos los países más pequeños de la UE no pertenecientes a la zona del euro. El 13 de mayo, el Latvijas Banka redujo su principal tipo de financiación del 5,0% al 4,0%.

En Rusia, el PIB real registró una contracción del 9,5% (en tasa intertrimestral desestacionalizada) en el primer trimestre del 2009. Una desagregación provisional de los componentes del gasto muestra que tanto el consumo privado como la inversión se redujeron a un ritmo excepcional. Las cifras de producción industrial correspondientes a abril sugieren que la contracción de la actividad económica no ha llegado todavía a su fin. Si bien se prevé que el crecimiento del producto siga siendo débil en el 2009, la recuperación de los precios de las materias primas, las medidas de estímulo fiscal y la mejora de las condiciones de financiación externa podrían contribuir a una gradual recuperación. A pesar de la creciente atonía económica, la inflación ha seguido siendo elevada (13,2%, en tasa interanual, en abril), debido principalmente al efecto retardado de la depreciación del rublo ruso a finales del 2008 y principios del 2009. Desde primeros de marzo, las presiones que favorecían una depreciación del rublo se han atenuado, de modo que se espera una ligera moderación de las presiones inflacionistas a lo largo de este año.

ECONOMÍAS EMERGENTES DE ASIA

En las economías emergentes de Asia, la actividad económica fue muy débil en el primer trimestre del 2009. En particular, las pequeñas economías abiertas se vieron afectadas por la recesión económica mundial, debido a su elevado nivel de dependencia de la demanda externa. Además del desplome del comercio exterior, la demanda interna privada fue débil en muchos países. La inflación, medida por los precios de consumo, se ha reducido de forma acusada en la mayoría de los países.

En China, se aprecian señales de que la actividad podría ya haber tocado fondo. Según indican las estimaciones provisionales, en cifras intertrimestrales, el crecimiento del producto fue más sólido en el primer trimestre del 2009 que en los últimos meses del 2008. No obstante, en cifras interanuales, el crecimiento del PIB real se redujo hasta el 6,1% en el primer trimestre del 2009, desde el 6,8% del último trimestre del 2008. Las exportaciones registraron una significativa contracción en el primer trimestre del 2009; el principal factor determinante del repunte del crecimiento económico fue el sólido aumento de la inversión pública, estimulada por las medidas fiscales aprobadas en noviembre del 2008, medidas que también están brindando cierto apoyo al consumo, que, hasta la fecha, parece haber mantenido una relativa resistencia a pesar del aumento del desempleo. Por otra parte, los indicadores muestran que el crecimiento de la inversión privada sigue siendo débil. Por lo que respecta a los préstamos

bancarios, el saldo vivo había aumentado casi un 30%, en cifras interanuales, a finales de abril, debido al hecho de que una gran proporción de las nuevas inversiones públicas se están financiando mediante préstamos de bancos comerciales de propiedad estatal y no directamente con cargo al presupuesto del Estado. La relajación de la política monetaria ha venido acompañada de una caída de los precios de consumo, que, en abril, se situaban un 1,5% por debajo del nivel observado un año antes. El menor crecimiento económico y el descenso de los beneficios empresariales contribuyeron a una caída de la recaudación impositiva de casi un 10% en el período comprendido entre enero y abril del 2009, en comparación con el mismo período del año anterior. Por su parte, el gasto público se incrementó en más de un 30% en cifras interanuales.

En Corea, el PIB real registró una contracción del 4,3%, en tasa interanual, en el primer trimestre del 2009, tras la caída del 3,4% observada en el trimestre anterior. No obstante, los datos a corto plazo indican que la economía ya ha tocado fondo y que las medidas de estímulo introducidas a finales del pasado año están teniendo un efecto positivo. La inflación interanual, medida por el IPC, se redujo aún más, hasta el 3,6% en abril, desde el 4,1% observado a principios de año, debido principalmente al descenso de los precios de las materias primas. La actividad económica también ha experimentado una ligera desaceleración en la India. El PIB creció a una tasa interanual del 5,8% en el primer trimestre del 2009, frente al 7,3% registrado para el conjunto del 2008. La inflación medida por los precios al por mayor, la principal medida de la inflación que utiliza el Banco de Reserva de India, se redujo rápidamente, desde un máximo del 12,5% en julio del 2008 hasta el 0,6% en mayo del 2009.

En conjunto, la actividad económica ha experimentado una considerable contracción en muchas economías emergentes de Asia. Aunque el descenso del producto se debe, principalmente, a la caída de la demanda externa, otros factores como el aumento del desempleo, la menor afluencia de inversión directa extranjera, la reducción de otras entradas de capital y la atonía del sector inmobiliario están incidiendo negativamente en la demanda interna. No obstante, el crecimiento económico parece estar repuntando ya en el conjunto de la región, especialmente en los países que, o bien fueron los primeros en experimentar una severa recesión a finales del pasado año, o bien su situación les ha permitido adoptar medidas de política anticíclicas contundentes.

AMÉRICA LATINA

En América Latina, la actividad económica siguió debilitándose en el primer trimestre del 2009, especialmente en México, en donde las presiones inflacionistas continuaron siendo intensas y el PIB real registró una contracción del 8,2% en comparación con un año antes, tras reducirse un 1,6% en el cuarto trimestre del 2008. La inflación interanual, medida por los precios de consumo, ascendió en promedio a un 6,2% en el primer trimestre, desde el 5,5% observado en el último trimestre del 2008. En Argentina, la actividad económica experimentó una ligera contracción en el primer trimestre del 2009, según las estimaciones oficiales, registrándose una caída media de la producción industrial del 2,3%, en tasa interanual, tras el aumento del 1,7% observado en el cuarto trimestre del 2008. Las presiones inflacionistas se atenuaron en cierta medida: la inflación interanual, medida por el IPC, se situó en promedio en un 6,6% en el primer trimestre del 2009, frente al 7,8% registrado en el cuarto trimestre del 2008. En Brasil, los indicadores disponibles sugieren que la actividad económica mantuvo su atonía en el primer trimestre, con una contracción de la producción industrial de casi un 15%, en promedio, tras la caída del 6,7% observada en el cuarto trimestre del 2008.

En conjunto, se prevé que el crecimiento del producto seguirá siendo débil en el transcurso del 2009, debido principalmente a la atonía de la demanda externa. También se prevé que se mantenga la moderación de la demanda interna, como consecuencia de las restrictivas condiciones de financiación, el

aumento del desempleo y los efectos negativos sobre la riqueza.

1.2 MERCADOS DE MATERIAS PRIMAS

En los últimos meses, los precios del petróleo han fluctuado en torno a 50 dólares estadounidenses en un clima de menor volatilidad, pero en mayo mostraron señales claras de recuperación. El 3 de junio, el precio del barril de Brent se situaba en 67,8 dólares estadounidenses, aproximadamente un 72% más alto que a comienzos del 2009 (en euros, el incremento fue de alrededor del 69%). De cara al futuro, los participantes en los mercados esperan precios más altos en el medio plazo, negociándose actualmente los futuros con entrega en diciembre del 2011 en torno a 79 dólares estadounidenses.

El reciente aumento de los precios del petróleo se ha asociado a las expectativas menos pesimistas respecto al entorno macroeconómico internacional y se ha visto favorecido por la evidencia de la reducción de las existencias en Estados Unidos. En lo que respecta a las variables fundamentales, en los últimos meses, la Agencia Internacional de la Energía ha revisado a la baja, en varias ocasiones, sus proyecciones de la demanda para el 2009; la demanda prevista en el segundo trimestre se sitúa actualmente en 3,5 millones de barriles diarios menos que hace un año. Por lo que se refiere a la oferta, los países de la OPEP han respetado escrupulosamente sus compromisos en relación con los recortes de la producción, que se sitúa, actualmente, en torno a 3 millones de barriles diarios menos que hace un año.

Los precios de las materias primas no energéticas también se han recuperado en los últimos meses. Las medidas de estímulo adoptadas por el Gobierno chino, que incluyen fuertes inversiones en infraestructura, han contribuido a respaldar los precios de los metales, en particular, los precios del cobre y del zinc. Los precios de las materias primas agrícolas también se han incrementado, especialmente los de la soja, que se han visto favorecidos por el clima de inquietud social en América Latina y por la pujante demanda de China.

En términos agregados, el índice de precios de las materias primas no energéticas (denominado en dólares estadounidenses) se situaba, a finales de mayo, aproximadamente un 17% por encima del nivel registrado a comienzos del año.

1.3 PERSPECTIVAS DEL ENTORNO EXTERIOR

La desaceleración de la actividad económica mundial ha venido acompañada de un descenso sincronizado sin precedentes del comercio mundial (véase el recuadro 10, titulado «Contracción del comercio de la zona del euro»). La magnitud de este descenso se ha amplificado por las perturbaciones registradas en los mercados financieros mundiales y el deterioro de la confianza, mientras que su sincronía puede

Gráfico 3 Principales indicadores de los mercados de materias primas

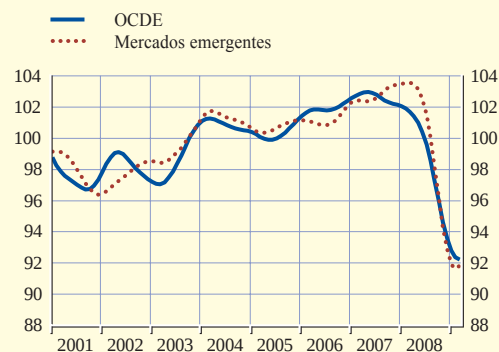


Fuentes: Bloomberg y HWWI.

atribuirse, en parte, a la propagación de las perturbaciones a través de cadenas de producción mundiales interconectadas. Aunque, a la vista de estos factores, cabría pensar en una situación relativamente favorable para la demanda de bienes y servicios de la zona del euro, algunos indicadores sugieren que la dinámica del comercio internacional está cambiando. Por ejemplo, el índice PMI de nuevos pedidos exteriores aumentó desde el mínimo registrado a finales del 2008 hasta 47 en mayo del 2009, aunque sigue situándose por debajo del umbral de 50 que separa la expansión de la contracción. El *Baltic Dry Index*, una medida de los costes de embarque de las materias primas y, al mismo tiempo, un indicador de la actividad económica mundial, ha experimentado un fuerte repunte con respecto a los mínimos registrados hacia finales del 2008.

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.

El indicador sintético adelantado de la OCDE correspondiente a marzo del 2009 sigue apuntando a una pronunciada desaceleración en el grupo de países que integran esta organización, aunque la contracción se está produciendo a un ritmo más lento (véase gráfico 4). En algunas economías industrializadas se aprecian indicios de que, al menos, se está produciendo una pausa en la desaceleración económica. Por lo que respecta a otros países de la OCDE, los indicadores sintéticos adelantados siguen mostrando un deterioro del ciclo económico, si bien a un ritmo más lento. En las economías no pertenecientes a la OCDE persiste el deterioro, salvo en China, que muestra señales de cambio. Los primeros indicios de una estabilización de las perspectivas económicas mundiales también se ponen de manifiesto en el Indicador de Clima Económico Mundial del Ifo, que registró una recuperación en el segundo trimestre del 2009, como resultado de una mejora de las expectativas para los próximos seis meses, aunque la evaluación de la situación económica actual volvió a empeorar.

Aunque las perspectivas de la economía mundial siguen estando sujetas a un grado de incertidumbre excepcionalmente alto, los riesgos para la actividad económica mundial están ahora más equilibrados. Entre los aspectos positivos, cabe mencionar que podrían producirse efectos más intensos de lo previsto como consecuencia de las amplias medidas de estímulo macroeconómico que se están aplicando, así como de otras medidas adoptadas. La confianza también podría mejorar con más rapidez de lo que se prevé actualmente. Por otro lado, siguen preocupando algunos factores potenciales: un mayor impacto de las turbulencias de los mercados financieros sobre la economía real, una evolución de los mercados de trabajo más desfavorable, la intensificación de las presiones proteccionistas y, por último, una evolución adversa de la economía mundial como consecuencia de una corrección desordenada de los desequilibrios mundiales.

2 EVOLUCIÓN MONETARIA Y FINANCIERA

2.1 DINERO Y CRÉDITO DE LAS IFM

Los últimos datos monetarios y del crédito confirman la desaceleración de la tasa de crecimiento monetario subyacente y respaldan la valoración de que las presiones inflacionistas son moderadas. La dinámica reciente de M3 y de sus componentes es reflejo, en gran medida, de la evolución de los costes de oportunidad, combinada con la incertidumbre económica y financiera actual. Esta situación, en concreto, fomenta desplazamientos hacia los componentes más líquidos de M3, como pone de manifiesto el considerable fortalecimiento del crecimiento de M1. Por lo que respecta a las contrapartidas, el flujo de préstamos al sector privado no financiero continuó disminuyendo, como consecuencia, principalmente, del acusado deterioro de la actividad económica. El proceso de desapalancamiento del sector financiero parece continuar, ya que los activos totales de las entidades de crédito descendieron de nuevo, debido a la reducción de los activos exteriores y, especialmente en abril, a la caída del crédito al sector privado de la zona del euro.

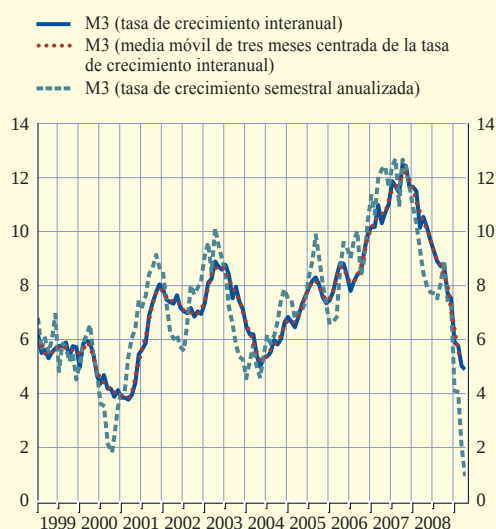
EL AGREGADO MONETARIO AMPLIO M3

La tasa de crecimiento interanual del agregado monetario amplio M3 volvió a reducirse en abril del 2009 y se situó en el 4,9%, frente al 6% del primer trimestre del 2009 y al 8,2% del cuarto trimestre del 2008 (véase gráfico 5). La evolución monetaria a corto plazo continuó registrando cierta volatilidad, con una tasa de crecimiento intermensual muy positiva (0,9%) en abril, tras haber alternado entre valores negativos y positivos en meses anteriores. En cambio, la tasa de crecimiento semestral anualizada descendió de nuevo en dicho mes, hasta el 1,1%, el nivel más bajo desde el comienzo de la tercera fase de la UEM.

La desaceleración de la expansión monetaria observada en los cuatro primeros meses del 2009 responde a la evolución de determinados componentes y contrapartidas de M3. En concreto, las recientes reducciones adicionales de los tipos de interés oficiales del BCE han aumentado la inclinación de la pendiente de la curva de rendimientos, lo cual, unido a la intensificación de la incertidumbre y al descenso de confianza, ha favorecido, por lo general, desplazamientos hacia los componentes más líquidos de M3. Al mismo tiempo, la mayor pendiente de la curva también ha tenido algunos efectos opuestos, fomentando desplazamientos desde M3 hacia activos menos líquidos y con mayor riesgo. En el análisis por sectores, la aminoración del crecimiento de los depósitos de M3 refleja una disminución significativa de la tasa de crecimiento interanual de las tenencias de depósitos de M3, tanto de intermediarios financieros no monetarios como de sociedades no financieras. En el caso de los primeros, es probable que esta evolución esté relacionada con ajustes de cartera que generaron desplazamientos hacia categorías de activos con mayores rendimientos, mientras que, en el caso de las segundas, se debe probablemente al deterioro de la actividad económica y al elevado nivel de incertidumbre que todavía existe en torno a las perspectivas económicas.

Gráfico 5 Crecimiento de M3

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



Fuente: BCE.

PRINCIPALES COMPONENTES DE M3

Los cambios observados en los componentes de M3 en el primer trimestre del 2009 continuaron en abril. La desaceleración de la tasa de crecimiento interanual de M3 registrada en el primer trimestre y en abril tuvo su origen, principalmente, en la menor contribución de los depósitos a corto plazo distintos de los depósitos a la vista (M2-M1) y de los instrumentos negociables (M3-M2), mientras que la aportación de M1 siguió aumentando (véase cuadro 1).

La tasa de crecimiento interanual de M1 aumentó hasta el 5,3% en el primer trimestre del 2009, desde el 2,7% del trimestre anterior, y volvió a incrementarse significativamente en abril, situándose en el 8,4%. Este mayor crecimiento de M1 fue consecuencia del sólido dinamismo de sus dos componentes. La tasa de crecimiento interanual del efectivo en circulación se mantuvo en niveles elevados —el 13,2%, en abril—, tras haberse incrementado hasta el 13,6% en el primer trimestre del 2009, desde el 12,4% del trimestre precedente. La tasa de crecimiento interanual de los depósitos a la vista aumentó hasta el 3,7% en el primer trimestre del 2009, desde el 0,8% del trimestre anterior, y ascendió de nuevo en abril, alcanzando un nivel del 7,4%.

Las importantes entradas de depósitos a la vista en los cuatro primeros meses del año están en consonancia con un entorno de escasa confianza de los consumidores y de mayor incertidumbre. En esta situación, los depósitos a la vista pueden utilizarse para aparcar fondos temporalmente cuando se transfieren entre otras categorías de activos. Además, la creciente preferencia por inversiones más líquidas es acorde con el continuo descenso de los costes de oportunidad de mantener dichos activos en comparación con otros activos monetarios. De hecho, de acuerdo con los datos sobre tipos de interés disponibles hasta marzo, la remuneración de los depósitos a plazo hasta dos años cayó considerablemente en el primer trimestre del 2009 y los diferenciales con respecto a los tipos de interés a los que se remuneran los depósitos a la vista y los depósitos de ahorro a corto plazo (depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses) se estrecharon significativamente. Este hecho provocó desplazamientos desde los depósi-

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 Mar	2009 Abr
M1	44,3	2,3	0,7	2,7	5,3	5,9	8,4
Efectivo en circulación	7,7	7,7	7,5	12,4	13,6	13,8	13,2
Depósitos a la vista	36,6	1,3	-0,6	0,8	3,7	4,4	7,4
M2 - M1 (= otros depósitos a corto plazo)	41,8	19,6	19,1	15,8	9,2	6,3	3,4
Depósitos a plazo hasta dos años	24,2	40,5	37,6	29,0	12,8	6,2	0,3
Depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses	17,6	-2,1	-1,7	-0,5	4,5	6,6	8,0
M2	86,1	10,2	9,2	8,9	7,2	6,1	5,9
M3 - M2 (= instrumentos negociables)	13,9	10,4	8,9	4,1	-0,9	-1,1	-0,9
M3	100,0	10,2	9,1	8,2	6,0	5,0	4,9
Crédito a residentes en la zona del euro		9,7	9,1	7,4	5,9	5,2	4,4
Crédito a las Administraciones Públicas		-1,3	0,6	1,7	5,7	7,7	8,0
Préstamos a las Administraciones Públicas		0,8	2,1	2,9	2,4	1,4	1,3
Crédito al sector privado		12,0	10,9	8,6	6,0	4,7	3,7
Préstamos al sector privado		10,5	9,1	7,4	4,6	3,2	2,4
Préstamos al sector privado ajustados por ventas y titulizaciones		11,6	10,3	8,7	6,4	5,0	4,1
Pasivos financieros a más largo plazo (excluidos capital y reservas)		4,4	3,3	1,2	1,8	2,5	2,3

Fuente: BCE.

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

tos a plazo hasta dos años hacia activos como los depósitos a la vista.

De hecho, la tasa de crecimiento interanual de los depósitos a plazo hasta dos años experimentó un importante descenso, que continuó hasta situarla en el 0,3% en abril, frente al 12,8% del primer trimestre del 2009 y el 29% del trimestre anterior. En cambio, los depósitos de ahorro a corto plazo crecieron a una tasa interanual del 8% en abril, frente al -4,7% y al -0,5% del primer trimestre del 2009 y del cuarto trimestre del 2008, respectivamente. En general, la tasa de crecimiento interanual de los depósitos a corto plazo distintos de los depósitos a la vista disminuyó nuevamente, hasta colocarse en el 3,4% en abril, frente al 9,2% y el 15,8% del primer trimestre del 2009 y del cuarto trimestre del 2008, respectivamente (véase gráfico 6).

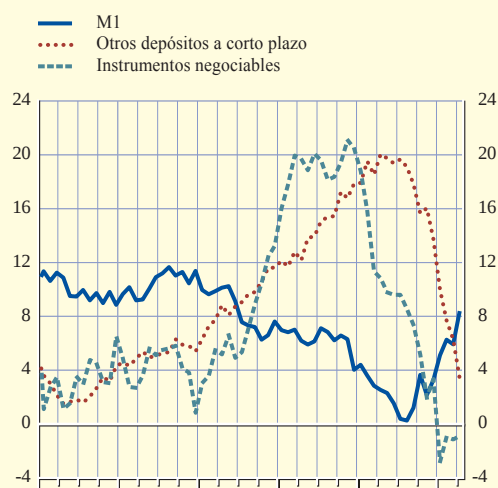
La tasa de crecimiento interanual de los instrumentos negociables incluidos en M3 se situó en el -0,9% en abril, sin variación desde el primer trimestre del 2009 y experimentando un descenso con respecto al 4,1% registrado en el cuarto trimestre del 2008. Esta evolución fue consecuencia de los acusados descensos observados en las tasas de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones hasta dos años y de las cesiones temporales. En cambio, la tasa de crecimiento interanual de las participaciones en fondos del mercado monetario, el subcomponente más importante de los instrumentos negociables, aumentó en el primer trimestre del 2009 y permaneció prácticamente sin variación en abril. No obstante, este resultado oculta la volatilidad de los flujos mensuales de entrada y salida de este instrumento. Las participaciones en fondos del mercado monetario registraron salidas significativas en septiembre del 2008, tras la quiebra de Lehman Brothers, siendo reflejo de la preocupación de los inversores en relación con la calidad de algunas de las carteras de activos de los fondos del mercado monetario y, por ende, con la seguridad del capital de sus inversiones. Posteriormente, a pesar de que la anunciada mejora de los fondos de garantía de depósitos no contemplaba este instrumento, se registraron entradas de estos activos, lo que indica una renovada confianza en los fondos del mercado monetario por parte de los residentes en la zona del euro. En cambio, en abril se registraron salidas, debido a que a los fondos del mercado monetario les está resultando difícil generar rendimientos atractivos con unos tipos de interés que se encuentran en mínimos históricos.

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 información fiable por sectores, cayó hasta el 7% en el primer trimestre del 2009, desde el 9,3% del trimestre anterior. Esta disminución continuó en abril, cuando la tasa de crecimiento interanual descendió hasta el 5,4%, desde el 5,7% registrado en marzo.

La tasa de crecimiento interanual de los depósitos de M3 de los hogares, que representan la mayor contribución a la tasa de crecimiento interanual de los depósitos totales de M3, disminuyó hasta el 8,6% en el primer trimestre del 2009, desde el 9,6% del trimestre anterior, y volvió a descender hasta el 7,3% en abril, desde el 7,8% de marzo (véase gráfico 7).

Gráfico 6 Principales componentes de M3

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



Fuente: BCE.

La tasa de crecimiento interanual de los depósitos de M3 que obran en poder de las sociedades no financieras volvió a reducirse, cayendo a cero en el primer trimestre del 2009, frente al 3,5% del trimestre anterior, antes de seguir descendiendo hasta situarse en el -1,1% en abril. La desaceleración observada en los últimos trimestres en la acumulación de tenencias líquidas por parte de estas sociedades obedece, probablemente, a la mayor utilización de las reservas de liquidez en un contexto de reducción de las existencias, disminución de los niveles de producción previstos y, posiblemente, menor disponibilidad de fuentes de financiación externas e internas.

La evolución sectorial más notable se observó en los depósitos de M3 de los intermediarios financieros no monetarios, cuya tasa de crecimiento interanual disminuyó hasta el 10,3% en el primer trimestre del 2009, desde el 16,4% del trimestre anterior, antes de seguir cayendo significativamente hasta situarse en el 5,9% en abril. Esta moderación obedeció, en particular, al descenso de la tasa de crecimiento interanual de los depósitos de M3 de los intermediarios financieros no monetarios distintos de las empresas de seguros y los fondos de pensiones (OIF). La evolución registrada está en consonancia con la mayor inclinación de la pendiente de la curva de rendimientos, que puede haber ocasionado algunos ajustes de cartera, con el consiguiente desplazamiento hacia categorías de activos con rendimientos más elevados, así como con un cierto desapalancamiento del sector de las OIF y la reducción de las operaciones de titulización observada desde comienzos de año.

PRINCIPALES CONTRAPARTIDAS DE M3

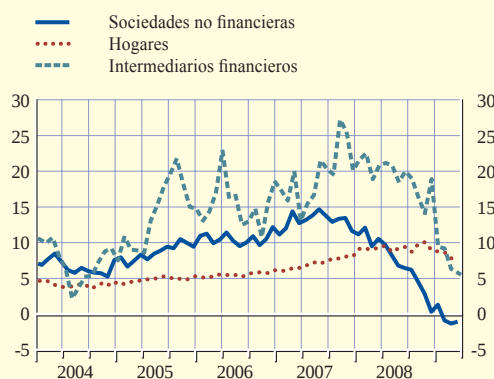
En cuanto a las contrapartidas de M3, la tasa de crecimiento interanual del crédito total concedido por las IFM a residentes en la zona del euro continuó disminuyendo en el primer trimestre del 2009, hasta situarse en el 5,9%, frente al 7,4% del trimestre anterior, antes de descender nuevamente hasta el 4,4% en abril (véase cuadro 1). Esta evolución obedeció a la significativa caída de la tasa de crecimiento interanual del crédito de las IFM al sector privado, que se vio compensada, sólo en parte, por un notable aumento de la tasa de crecimiento interanual del crédito concedido a las Administraciones Públicas.

La tasa de crecimiento interanual del crédito de las IFM a las Administraciones Públicas se incrementó significativamente en el primer trimestre del 2009, hasta situarse en el 5,7%, frente al 1,7% del trimestre anterior, y volvió a aumentar en abril, colocándose en el 8%. Estas subidas obedecen, principalmente, a las considerables entradas observadas en las tenencias de valores de deuda pública por parte del sector de las IFM (véase el recuadro siguiente para más información).

En cambio, la tasa de crecimiento interanual del crédito concedido por las IFM al sector privado continuó disminuyendo en el primer trimestre del 2009, hasta el 6%, desde el 8,6% del cuarto trimestre del 2008, antes de volver a reducirse y situarse en el 3,7% en abril. Este descenso es consecuencia de la caída de las tasas de crecimiento interanual de todos sus subcomponentes. La tasa de crecimiento interanual de las tenencias de valores distintos de acciones del sector privado por parte de las IFM disminuyó ligeramente, desde el 31,6% en el cuarto trimestre del 2008 hasta el 31% en el primer trimestre del 2009 y el 27,2% en abril. Esta

Gráfico 7 Depósitos a corto plazo y cesiones temporales

(tasas de variación interanual, sin ajustar de efectos estacionales o de calendario)



Fuente: BCE.

Nota: Sector IFM, excluido el Eurosistema.

Recuadro I

EVOLUCIÓN RECIENTE DE LA ADQUISICIÓN DE VALORES DE DEUDA PÚBLICA DE LA ZONA DEL EURO POR PARTE DE LAS IFM

Las compras de valores de deuda pública forman parte del flujo total de crédito concedido por las IFM a los residentes en la zona del euro. Las IFM mantienen estos valores —que están en su práctica totalidad denominados en euros— tanto por motivos de inversión como de liquidez, dado que son fácilmente negociables en el mercado y pueden utilizarse en operaciones de financiación garantizadas. Las compras de estos valores suelen mostrar un patrón cíclico que es contrario al de los tipos de interés a corto plazo de mercado y con frecuencia contribuyen a reequilibrar, en cierta medida, los activos totales de las IFM, con desplazamientos del crédito desde el sector privado al público¹. En este recuadro se examina la evolución reciente de las compras de deuda en relación con el desarrollo de los tipos de interés, en el contexto de las turbulencias registradas en los últimos meses.

Gráfico A Compra de valores de deuda pública por parte de las IFM y nivel de los tipos de interés

(flujos anuales en mm de euros; datos sin desestacionalizar y sin ajustar de efectos de calendario; en porcentaje)



Fuente: BCE.

Nota: Sector de las IFM, excluido el Eurosistema.

Compras de deuda pública por parte de las IFM y nivel de los tipos de interés

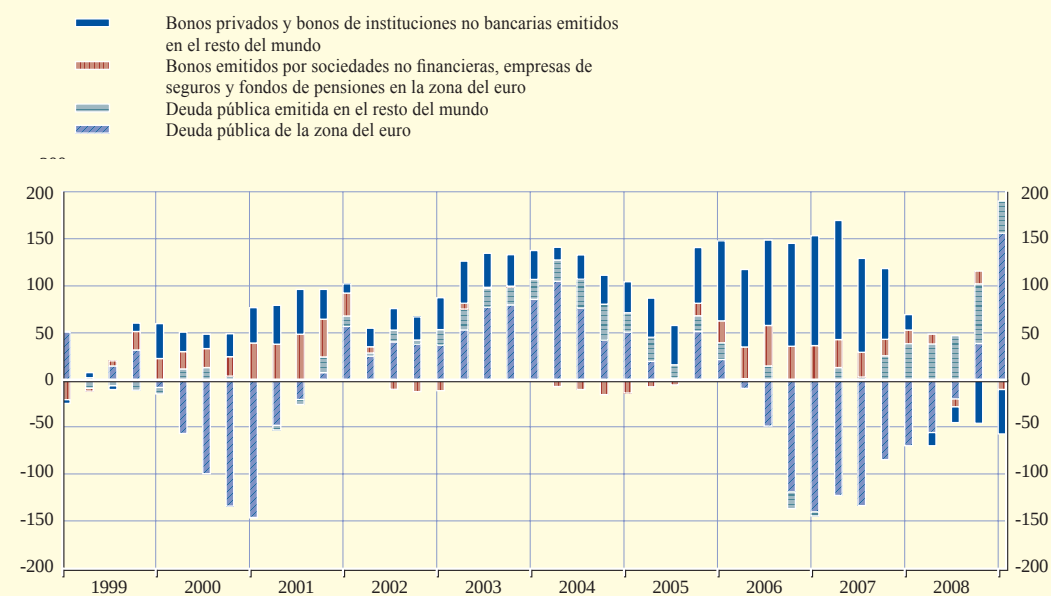
Entre octubre del 2008 y abril del 2009, las compras netas de deuda pública de la zona del euro por parte de las IFM ascendieron a un total de 217 mm de euros, en un contexto de rápido descenso de los tipos de interés a corto plazo. Estos resultados contrastan radicalmente con las ventas netas de 191 mm de euros registradas entre diciembre del 2005 y septiembre del 2008, en un entorno de subida de los citados tipos. Como muestra el gráfico A, las situaciones en las que las compras de deuda pública y los tipos de interés a corto plazo se mueven en direcciones opuestas son una característica habitual del ciclo de tipos de interés y son consecuencia, fundamentalmente, del efecto que tienen las variaciones de los tipos de interés a corto plazo en la pendiente de la curva de rendimientos, medido por el diferencial entre el rendimiento de la deuda pública a largo plazo y los tipos de interés a corto plazo del mercado monetario². Un aumento de la pendiente de la curva —cuando los costes de financiación que se derivan de los tipos a corto plazo son bajos en relación con el rendimiento que puede generar la deuda pública— permite a las IFM obtener una rentabilidad estable, sin mucho impacto en términos de requerimientos de capital y sin tener que asumir riesgo de crédito, en

1 Para un análisis previo de la evolución del crédito a residentes en la zona del euro, véase el recuadro titulado «Cambios recientes en la composición del crecimiento del crédito concedido a los residentes en la zona del euro», del Boletín Mensual de abril del 2007.

2 Si bien parece que esta consideración es el principal factor impulsor de la demanda de estos valores por parte de las IFM, la actividad emisora de los gobiernos podría, en principio, limitar las compras de este tipo de valor por parte de las IFM. Aunque este hecho estaría incorporado en última instancia en la curva de rendimientos, se derivaría de las variaciones de los rendimientos a largo plazo, más que de los tipos de interés a corto plazo.

Gráfico B: Compra de valores distintos de acciones por parte de las IFM de la zona del euro

(flujos anuales; mm de euros; datos sin desestacionalizar y sin ajustar de efectos de calendario)



Fuente: BCE.

Notas: Sector IFM, excluido el Eurosistema. Los valores adquiridos a otros intermediarios financieros internos se han omitido, dado que el gran número de titulizaciones efectuadas durante las turbulencias financieras ha distorsionado la serie significativamente.

un entorno de debilidad de la actividad económica. El gráfico B muestra que la proporción de valores de deuda pública —principalmente bonos de la zona del euro, pero también bonos emitidos en el resto del mundo— en el total de compras de valores distintos de acciones por parte de las IFM aumenta rápidamente en dichos períodos. Este patrón no implica necesariamente la exclusión de los valores del sector privado, sino que puede reflejar, simplemente, el hecho de que, en un período en el que el crédito al sector privado es escaso debido al desfavorable entorno económico, la financiación acumulada por las entidades de crédito justifica que se canalice hacia otros activos rentables.

Factores adicionales relacionados con la estructura de tipos de interés en los últimos trimestres

Los patrones relativamente habituales descritos anteriormente para las compras de deuda pública a lo largo del ciclo de tipos pueden haberse visto afectados por factores específicos relacionados con la intensificación de las tensiones financieras en septiembre del 2008.

En primer lugar, el diferencial entre los rendimientos más bajos y más altos de los valores de deuda pública de los países de la zona del euro se ha ampliado, tras permanecer en niveles muy reducidos durante varios años (véase gráfico C). Esta evolución es el resultado, entre otras cosas, del deterioro de las perspectivas fiscales para algunos países de la zona del euro y del aumento de la aversión al riesgo por parte de los inversores. Por un lado, los valores de deuda pública con rendimientos más elevados son particularmente atractivos si se considera que su rentabilidad actual incorpora una

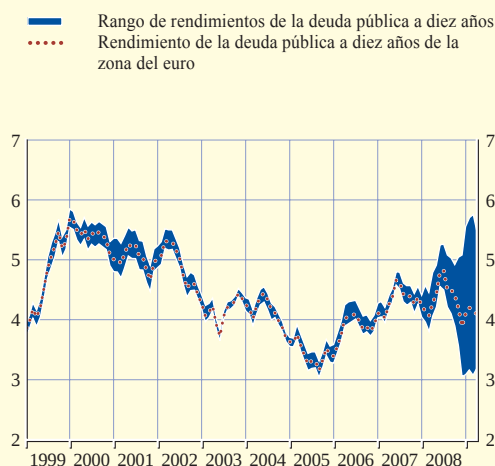
aversión al riesgo excesiva de los mercados financieros que se espera que se reduzca con el tiempo. Por otro lado, los bonos con calificación AAA y con rendimientos más bajos pueden resultar atractivos porque han registrado plusvalías a corto plazo, derivadas del aumento de su valoración tras la caída de tipos de interés. Por lo general, ambas consideraciones incrementarían el atractivo de la deuda pública emitida por diversos países de la zona del euro.

En segundo lugar, en circunstancias normales, las entidades de crédito que desean cobrar ingresos financieros por tipos de intereses a largo plazo suelen canalizar estos flujos de pagos mediante operaciones *swap*, más que manteniendo instrumentos de deuda a largo plazo en sus balances, lo que proporciona a las entidades una mayor liquidez. Además, el diferencial entre recibir el tipo *swap* fijo a diez años y pagar el EURIBOR medio a seis meses normalmente es mayor que el diferencial entre recibir rendimientos de deuda pública y pagar el EURIBOR a seis meses, lo cual refleja el nivel ligeramente más elevado de riesgo de contraparte implícito en el *swap* (véase gráfico D). En la situación actual, es posible que las entidades de crédito prefieran comprar deuda pública directamente, ya que poseer estos valores tiene la ventaja adicional de que pueden utilizarse como garantía en sus operaciones de financiación. Por tanto, puede que estas entidades estén reaccionando actualmente al hecho de que los tipos de interés del mercado monetario con garantías, como el tipo de una cesión temporal a seis meses, son muy inferiores a los tipos EURIBOR sin garantías al mismo plazo.

En tercer lugar, en ocasiones, durante el período de turbulencias financieras, los fondos del mercado monetario han experimentado una fuerte actividad de amortizaciones y se han visto forzados a redistribuir sus carteras. Además, varios de los nuevos fondos del mercado monetario residentes en la zona del euro tienen mandatos específicos que les obligan a invertir únicamente en deuda pública. Por consiguiente, su riesgo de crédito es limitado. Este cambio de enfoque resulta patente, sobre todo, en el aumento de las compras de deuda pública por parte de los fondos del mercado monetario, que, junto con el incremento de las adquisiciones por parte de las

Gráfico C Rendimientos de la deuda pública a diez años de la zona del euro

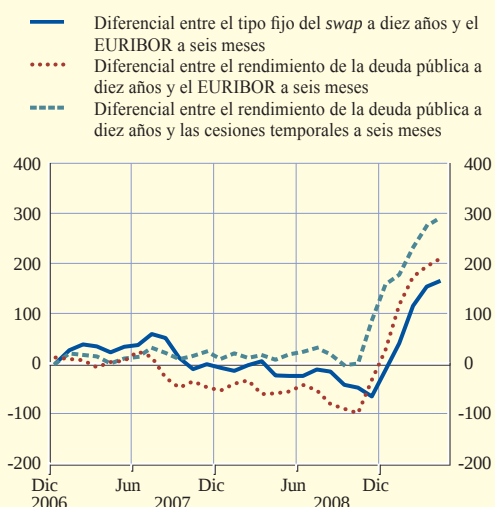
(en porcentaje)



Fuente: BCE.

Gráfico D Diferenciales entre los tipos de interés a largo y a corto plazo

(puntos básicos)

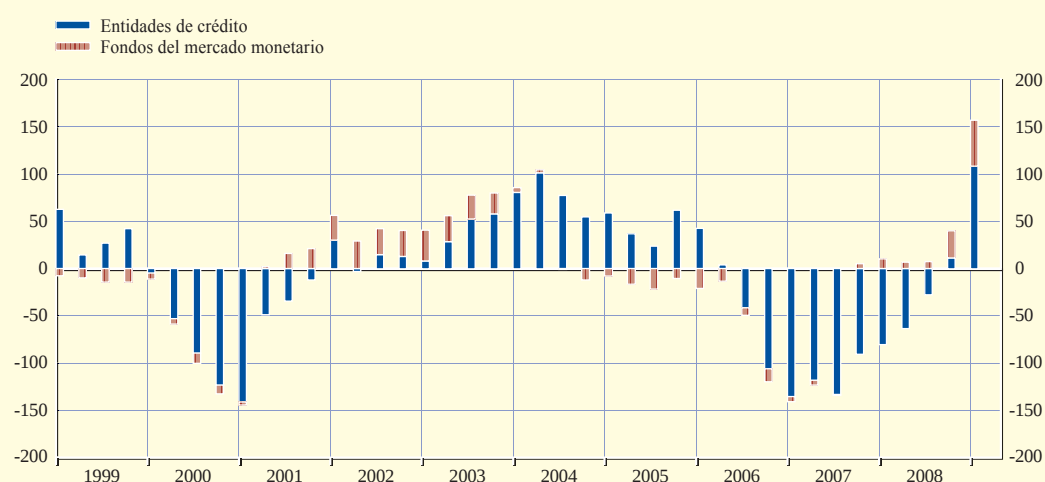


Fuentes: BCE y estimaciones del BCE.

Nota: El rendimiento de la deuda pública a diez años corresponde a la deuda pública de la zona del euro con calificación AAA.

Gráfico E Detalle por sectores de la compra de valores de deuda pública de la zona del euro por parte de IFM

(flujos anuales; mm de euros; datos sin desestacionalizar y sin ajustar de efectos de calendario)



Fuente: Estimaciones del BCE.

entidades de crédito, han contribuido de forma significativa a las compras totales del sector de las IFM (véase gráfico E).

En resumen, la intensa actividad reciente de compras de deuda pública por parte de las IFM de la zona del euro está en consonancia con los patrones históricos del ciclo de tipos de interés, aunque la actividad se ha visto afectada por la evolución concreta de los tipos de interés y por aspectos relativos al riesgo observados durante el período de turbulencias financieras.

caída reflejó la moderación de los flujos mensuales durante el primer trimestre y puede explicarse por el reciente debilitamiento de las operaciones de titulización retenidas tras los muy elevados niveles observados en el cuarto trimestre del 2008.

La tasa de crecimiento interanual de las tenencias de acciones y otras participaciones por parte de las IFM disminuyó nuevamente, hasta situarse en el -6% en el primer trimestre del 2009, frente al -0,7% del trimestre anterior, antes de seguir cayendo hasta el -9% en abril. Es probable que el continuo descenso de las tenencias de estos instrumentos por parte de las IFM esté relacionado con el desapalancamiento de las entidades de crédito. Puede que también sea reflejo, en parte, del hecho de que las entidades de crédito esperan escasos dividendos de las acciones en el entorno actual.

La tasa de crecimiento interanual de los préstamos de las IFM al sector privado —el principal componente del crédito otorgado a este sector— disminuyó significativamente, desde el 7,4% en el cuarto trimestre del 2008 hasta el 4,6% en el primer trimestre del 2009, antes de volver a descender y situarse en el 2,4% en abril (véase cuadro 1). Como en trimestres anteriores, esta tasa de crecimiento fue distorsionada a la baja por el impacto de las operaciones de titulización fuera de balance, aunque estas operaciones se han moderado desde principios de año. Ajustada por este efecto de las titulizaciones, la tasa de crecimiento interanual de los préstamos al sector privado fue del 4,1% en abril, alrededor de 1,8 puntos porcentuales superior a la cifra no ajustada.

La desaceleración observada en el crecimiento de los préstamos en los primeros meses del 2009 fue visible en todos los sectores prestatarios. La tasa de crecimiento interanual de los préstamos a OIF disminuyó significativamente en el primer trimestre del 2009, hasta el 7,5%, frente al 14,7% del cuarto trimestre del 2008, antes de seguir descendiendo hasta situarse en el 0,8% en abril. Los flujos de salida mensuales registrados desde febrero podrían estar relacionados con la caída general de la intermediación financiera, que puede afectar más a OIF que a las entidades de crédito.

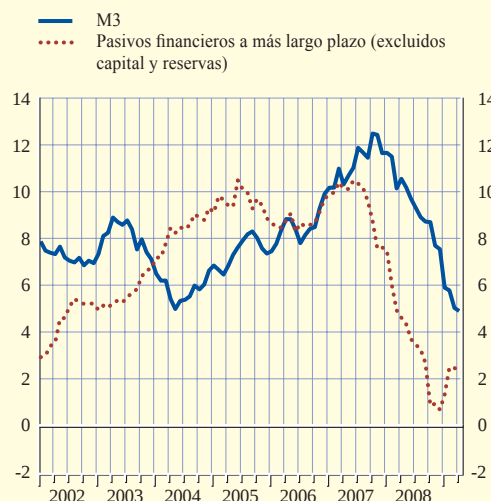
La tasa de crecimiento interanual de los préstamos otorgados a las sociedades no financieras cayó significativamente, hasta el 8,2%, en el primer trimestre del 2009, desde el 11,3% del trimestre precedente, antes de disminuir nuevamente y situarse en el 5,2% en abril. Si se analiza la evolución a más corto plazo, la tasa de crecimiento de tres meses anualizada experimentó un descenso incluso más acusado, colocándose en torno al -1,9% en abril, frente al 0,9% de marzo y el 4,7% de diciembre del 2008. Desde febrero se han registrado salidas mensuales, principalmente para los vencimientos a plazos más cortos (es decir, hasta un año). Esta reducción obedece, principalmente, a la menor necesidad de financiar capital circulante ante el deterioro de la actividad económica y la acusada disminución de las existencias en línea con la evolución cíclica. También puede deberse a la mayor utilización de las reservas de liquidez por parte de las sociedades no financieras. Al mismo tiempo, parece que las sociedades no financieras todavía tienen acceso a préstamos a plazos más largos, aunque la tasa de crecimiento interanual de dichos préstamos ha caído, situándose en el 8% en abril, frente al 9,9% del primer trimestre del 2009 y el 12,2% del trimestre anterior. La tasa de crecimiento interanual de los préstamos a hogares también bajó en abril, hasta el 0,1%, frente al 0,9% del primer trimestre del 2009 y el 2,8% del trimestre anterior (para un análisis más detallado de la evolución de los préstamos por sectores, véanse las secciones 2.6 y 2.7).

En cuanto a las demás contrapartidas de M3, la tasa de crecimiento interanual de los pasivos financieros a más largo plazo de las IFM (excluidos capital y reservas) aumentó ligeramente y se situó en el 2,3% en abril, frente al 1,8% del primer trimestre del 2009 y el 1,1% del cuarto trimestre del 2008, tras la caída general registrada a mediados del 2007 (véase gráfico 8). Esta evolución oculta algunas divergencias entre los distintos componentes. De hecho, el citado incremento fue reflejo, en particular, del crecimiento más fuerte de los depósitos a más de dos años. Al mismo tiempo, la tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones a más de dos años, que permaneció prácticamente sin variación en el primer trimestre del 2009 en comparación con el trimestre anterior, disminuyó y pasó a ser negativa en abril, debido a la persistente incapacidad de las IFM para obtener financiación de fuera de su sector a través de este instrumento. Las emisiones netas de dichos valores (netas de amortizaciones) han sido positivas, como consecuencia, en gran medida, del apoyo procedente de los avales públicos, pero la mayoría de las compras fue realizada por el propio sector de las IFM.

La tasa de crecimiento interanual del capital y reservas fue del 10,4% en abril, sin variación con respecto al primer trimestre del 2009. Las fuertes y continuadas entradas reflejan, en distinta medida, las inyecciones de capital público y privado observadas en las entidades de crédito en los últimos meses.

Gráfico 8 M3 y pasivos financieros a más largo plazo de las IFM

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



Fuente: BCE.

Por último, las salidas interanuales de la posición acreedora neta frente al exterior de las IFM continuaron siendo significativas y ascendieron a 188,9 mm de euros en el primer trimestre del 2009, prácticamente sin variación con respecto al trimestre anterior. Estas considerables salidas obedecen a que dichos activos han disminuido en mayor medida que los pasivos exteriores. Sin embargo, en abril, las salidas interanuales descendieron hasta 40,5 mm de euros, tras una cuantiosa entrada mensual por importe de 65,1 mm de euros (véase gráfico 9).

En general, estos resultados señalan que, aunque la reducción de las actividades del sector de las IFM con no residentes en la zona del euro fue el factor que más contribuyó al desapalancamiento de las entidades de crédito en el primer trimestre del 2009, en abril este desapalancamiento se debió, principalmente, a la disminución del crédito a los residentes en la zona del euro, especialmente en forma de acciones, más que a los activos exteriores. Al mismo tiempo, aunque el crédito al sector privado permaneció en niveles moderados, está en consonancia con la situación actual del ciclo y no es consecuencia, necesariamente, de un desapalancamiento forzoso del sector bancario.

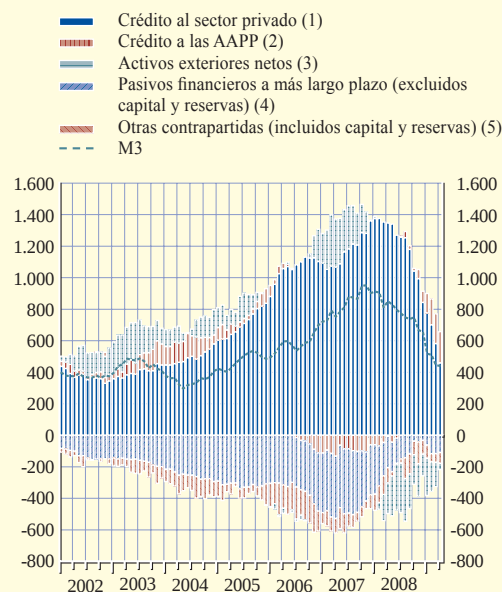
VALORACIÓN GENERAL DE LA SITUACIÓN DE LIQUIDEZ MONETARIA EN LA ZONA DEL EURO

Si se considera la evolución de las brechas monetarias nominal y real, la acumulación de liquidez monetaria en la zona del euro disminuyó en el primer trimestre del 2009. Al mismo tiempo, en abril se observó una ligera inversión de la trayectoria de ambas brechas (véanse gráficos 10 y 11). Estas medidas de la situación de liquidez deben interpretarse con cautela, ya que se basan en una valoración de tenencias de dinero de equilibrio, que siempre es incierta, y especialmente en estos momentos. Ciertamente, las diferencias entre las distintas medidas de la brecha monetaria pueden tomarse como una indicación de la considerable incertidumbre existente en torno a la situación de liquidez en la zona del euro en la coyuntura actual. No obstante estas matizaciones, en general, la evidencia apunta a una clara acumulación de liquidez monetaria en los últimos años.

En resumen, los datos más recientes confirman que la expansión monetaria de la zona del euro ha sido, en general, mucho más débil que con anterioridad a la intensificación de las turbulencias financieras en septiembre del 2008, aunque continúa observándose cierta volatilidad a corto plazo. Por consiguiente, la evolución monetaria respalda la valoración de que las presiones inflacionistas son moderadas. A corto plazo, dada la incertidumbre existente en torno a las perspectivas de negocio y de renta, es poco probable que la liquidez monetaria acumulada vaya a utilizarse para cubrir un exceso de gasto, lo cual podría generar presiones inflacionistas. No obstante, a un plazo más largo, la reaparición de riesgos para la estabilidad de precios dependerá de la medida en la que la liquidez acumulada a lo largo de este prolongado período de fuerte expansión monetaria se absorba durante el proceso de desapalancamiento y del punto hasta el que dicha liquidez se mantenga cuando vuelva a aumentar la confianza.

Gráfico 9 Contrapartidas de M3

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

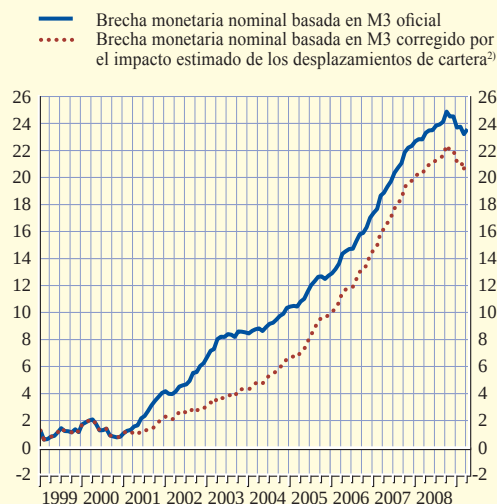


Fuente: BCE.

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.

Gráfico 10 Estimaciones de la brecha monetaria nominal¹⁾

(en porcentaje del saldo de M3; datos ajustados de efectos estacionales y de calendario; diciembre 1998 = 0)

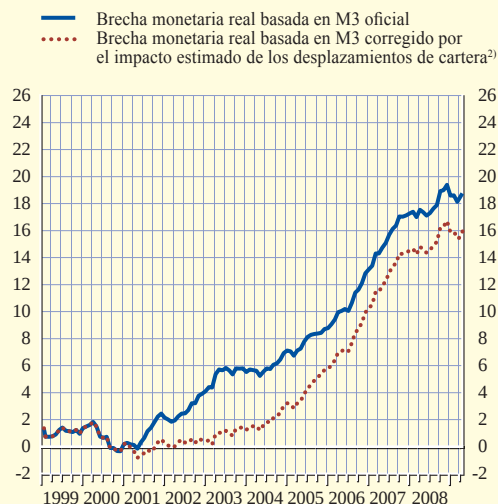


Fuente: BCE.

1) La brecha monetaria nominal se define como la diferencia existente entre el nivel efectivo de M3 y el nivel que correspondería a un crecimiento constante de este agregado monetario igual a su valor de referencia (4,5%), tomando diciembre de 1998 como período base.
 2) Las estimaciones de la magnitud de los desplazamientos de cartera hacia M3 se obtienen utilizando el enfoque que se analiza en la sección 4 del artículo titulado «Análisis monetario en tiempo real», en el Boletín Mensual de octubre del 2004.

Gráfico 11 Estimaciones de la brecha monetaria real¹⁾

(en porcentaje del saldo de M3 real; datos ajustados de efectos estacionales y de calendario; diciembre 1998 = 0)



Fuente: BCE.

1) La brecha monetaria real se define como la diferencia existente entre el nivel efectivo de M3, deflactado por el IAPC, y el nivel de M3, en términos reales, que habría resultado de un crecimiento nominal constante de este agregado monetario igual al valor de referencia (4,5%), y de una tasa de inflación, medida por el IAPC, compatible con la definición de estabilidad de precios del BCE, tomando diciembre de 1998 como período base.
 2) Las estimaciones de la magnitud de los desplazamientos de cartera hacia M3 se obtienen utilizando el enfoque que se analiza en la sección 4 del artículo titulado «Análisis monetario en tiempo real», en el Boletín Mensual de octubre del 2004.

2.2 INVERSIÓN FINANCIERA DE LOS SECTORES NO FINANCIEROS E INVERSORES INSTITUCIONALES

La tasa de crecimiento interanual de la inversión financiera total de los sectores no financieros aumentó en el cuarto trimestre del 2008, tras haber experimentado descensos continuos desde mediados del 2007. Este incremento obedeció en su totalidad a la mayor contribución del sector de Administraciones Públicas, mientras que la contribución de otros sectores siguió cayendo. En términos interanuales, las salidas de los fondos de inversión volvieron a subir con fuerza en el cuarto trimestre del 2008, impulsadas por las considerables retiradas registradas, principalmente en los fondos de renta variable. La tasa de crecimiento interanual de la inversión financiera de las empresas de seguros y los fondos de pensiones repuntó en el mismo trimestre, debido, principalmente, a la inversión en depósitos.

SECTORES NO FINANCIEROS

En el cuarto trimestre del 2008 (el más reciente para el que se dispone de datos), la tasa de crecimiento interanual de la inversión financiera total de los sectores no financieros aumentó hasta el 3,8%, desde el 3,3% del trimestre precedente, tras haber experimentado descensos continuos desde mediados del 2007 (véase cuadro 2).

El detalle de la inversión por instrumento sugiere que este aumento es consecuencia, entre otras cosas, de los incrementos de las tasas de crecimiento interanual de la inversión en efectivo y depósitos, acciones y

Cuadro 2 Inversión financiera de los sectores no financieros de la zona del euro

	Saldo vivo en porcentaje de los activos financieros ¹⁾	Tasas de crecimiento interanual									
		2006 III	2006 IV	2007 I	2007 II	2007 III	2007 IV	2008 I	2008 II	2008 III	2008 IV
Inversión financiera	100	5,2	5,3	5,3	5,3	4,9	4,4	3,9	3,4	3,3	3,8
Efectivo y depósitos	26	7,2	7,0	7,3	8,0	7,4	7,1	6,8	5,6	5,7	6,7
Valores distintos de acciones, excluidos derivados financieros	6	4,9	7,6	5,5	3,7	2,4	2,9	2,5	2,8	3,4	4,4
De los cuales: A corto plazo	1	14,1	25,8	15,8	14,2	21,3	25,4	25,0	6,8	-7,3	0,6
De los cuales: A largo plazo	5	4,0	6,0	4,5	2,6	0,5	0,7	0,1	2,3	4,8	4,8
Acciones y otras participaciones, excluidas participaciones en fondos de inversión	27	2,3	2,2	2,3	2,5	2,9	3,0	3,2	3,2	3,1	3,8
De las cuales: Acciones cotizadas	6	0,6	0,1	1,2	1,8	1,8	2,9	3,2	3,5	3,8	3,3
De las cuales: Acciones no cotizadas y otras participaciones	21	2,9	3,0	2,7	2,7	3,3	3,0	3,2	3,1	2,8	4,0
Participaciones en fondos de inversión	5	0,0	-0,5	0,1	0,4	-1,5	-3,3	-5,4	-6,6	-6,6	-7,3
Reservas técnicas de seguro	16	7,7	7,1	6,7	6,5	6,1	5,7	5,2	4,7	4,4	3,6
Otros ²⁾	21	8,1	8,5	9,1	8,4	7,6	6,3	4,6	3,6	3,2	4,0
M3 ³⁾		8,4	9,9	11,0	11,0	11,4	11,6	10,1	9,7	8,7	7,5

Fuente: BCE.

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

2) Otros activos financieros comprende préstamos, derivados financieros y otras cuentas pendientes de cobro, que, a su vez, incluye el crédito comercial concedido por las sociedades no financieras.

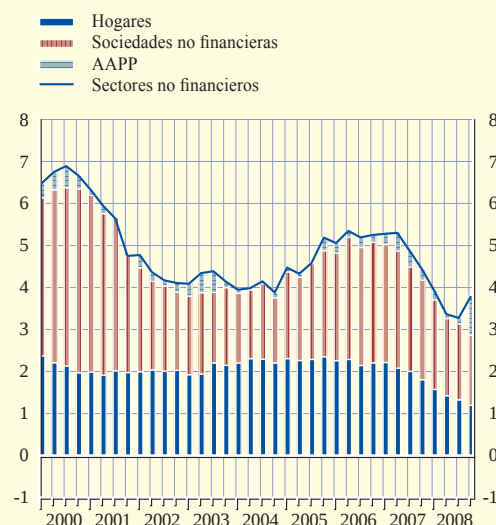
3) A fin de trimestre. El agregado monetario M3 incluye los instrumentos monetarios mantenidos por entidades de la zona del euro que no son IFM (es decir, los sectores no financieros y las instituciones financieras no monetarias) en IFM de la zona del euro y Administración Central.

otras participaciones, «otros» instrumentos financieros (que incluye instrumentos como los derivados y el crédito comercial) y, aunque en menor medida, valores distintos de acciones. En cambio, las tasas de crecimiento interanual de las reservas técnicas de seguro y las participaciones en fondos de inversión disminuyeron en el cuarto trimestre del 2008.

El detalle por sector no financiero indica que el repunte de la tasa de crecimiento interanual de la inversión financiera total estuvo determinado en su totalidad por el crecimiento más fuerte de la inversión financiera de las Administraciones Públicas, mientras que el crecimiento de la inversión financiera de otros sectores continuó debilitándose (véase gráfico 12). Más concretamente, la tasa de crecimiento interanual de la inversión financiera del sector de Administraciones Públicas se incrementó con fuerza y se situó en el 11,4% en el cuarto trimestre del 2008, frente al 1,8% del trimestre anterior, alcanzando así su nivel más elevado desde el comienzo de la tercera fase de la UEM. Esta subida obedece a la adquisición por parte de los Gobiernos de participaciones en entidades de crédito, con el fin de garantizar la estabilidad del sistema bancario tras la intensificación de las tensiones en los mercados financieros en septiembre del 2008. En cambio, las tasas de crecimiento interanual de la inversión financiera de los hogares y de las sociedades no financieras volvieron

Gráfico 12 Inversión financiera de los sectores no financieros

(tasas de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales)



Fuente: BCE.

a disminuir, manteniendo la tendencia a la baja observada desde principios del 2007 y registrando ambas sus niveles más bajos desde el comienzo de la tercera fase de la UEM. Para una información más detallada sobre la evolución de la inversión financiera por parte del sector privado, véanse las secciones 2.6 y 2.7.

INVERSORES INSTITUCIONALES

El valor de los activos totales de los fondos de inversión de la zona del euro (excluidos los fondos del mercado monetario) continuó descendiendo de forma acusada en el cuarto trimestre del 2008, con una caída del 26,6% en términos interanuales (frente a una disminución interanual del 20% en el tercer trimestre)¹. Al igual que el trimestre anterior, dicha reducción interanual fue consecuencia, principalmente, de la pérdida de valor tanto de las tenencias de acciones y participaciones de los fondos de inversión como, aunque en menor medida, de sus tenencias de acciones en fondos de inversión. Los datos sobre transacciones sugieren que la caída interanual observada en el valor total de los activos de los fondos de inversión en el cuarto trimestre del 2008 puede atribuirse a efectos de valoración negativos, así como a un descenso de las transacciones, teniendo ambos factores prácticamente la misma importancia.

Los datos proporcionados por EFAMA² sobre ventas netas de diversos tipos de fondos de inversión en el cuarto trimestre del 2008 indican que continuaron las considerables salidas netas interanuales de los fondos de renta fija y de renta variable (véase gráfico 13). Además, los fondos mixtos registraron salidas interanuales más importantes en el cuarto trimestre, tras las escasas salidas de los dos trimestres anteriores. En cambio, las entradas interanuales en los fondos del mercado monetario aumentaron nuevamente en comparación con el trimestre precedente. En general, esta evolución indica que el año 2008 se caracterizó por una reversión de las entradas relativamente elevadas observadas en los fondos de inversión en los años 2005 y 2006, especialmente en los fondos de renta variable y de renta fija.

La tasa de crecimiento interanual de la inversión financiera de las empresas de seguros y los fondos de pensiones se recuperó y se situó en el 4,6% en el cuarto trimestre del 2008, frente al 4% del trimestre anterior (véase gráfico 14). En términos de instrumentos, esta evolución se debió, principalmente, al aumento de la inversión en depósitos (incluida en «otras» inversiones financieras), que compensó con creces la menor inversión en valores distintos de acciones y en acciones y otras participaciones.

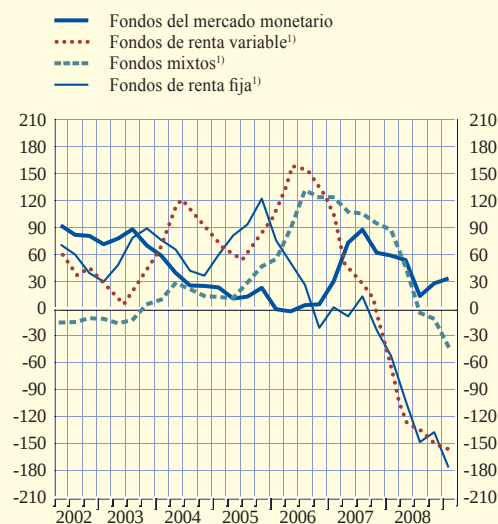
2.3 TIPOS DE INTERÉS DEL MERCADO MONETARIO

Todos los tipos de interés del mercado monetario continuaron descendiendo en los tres últimos meses. Tanto los tipos con garantías como los tipos sin garantías cayeron a todos los plazos, en línea con la reducción de los tipos de interés oficiales del BCE. Esta evolución está en consonancia con la progresiva normalización de la situación de los mercados monetarios, tras la intensificación de las tensiones en los mercados financieros en septiembre del 2008. La citada valoración también está respaldada por el hecho de que el diferencial entre los tipos de interés del mercado monetario con garantías y sin garantías siguió disminuyendo entre marzo y principios de junio, aunque permanece en cotas elevadas en comparación con los niveles observados antes de las turbulencias de los mercados financieros.

- 1 Debe señalarse que los datos correspondientes a diciembre del 2008 incluyen una serie de fondos de inversión no supervisados que anteriormente no se consideraban, lo que ha supuesto un aumento de los activos totales de alrededor de 120 mm de euros. Si este importe se restara de la cifra de diciembre del 2008, la caída del valor de los activos totales de los fondos de inversión de la zona del euro en el cuarto trimestre del 2008 sería incluso mayor, con un descenso interanual del 28,7%.
- 2 La Asociación Europea de Fondos y Gestión de Activos (EFAMA, en sus siglas en inglés) proporciona información sobre las ventas netas (o los flujos netos) de los fondos abiertos de renta variable y de renta fija en Alemania, Grecia, España, Francia, Italia, Luxemburgo, Países Bajos, Austria, Portugal y Finlandia. Para más información, véase el recuadro titulado «Evolución reciente de los flujos netos de entrada en fondos de renta variable y de renta fija de la zona del euro», en el Boletín Mensual de junio del 2004.

Gráfico 13 Flujos netos anuales de entrada en los fondos de inversión (por categorías)

(mm de euros)

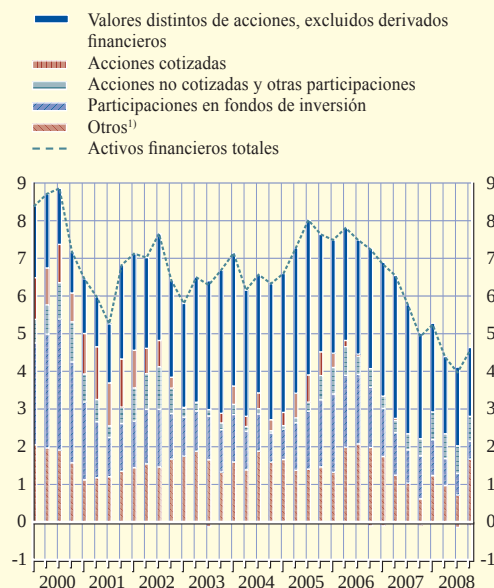


Fuentes: BCE y EFAMA.

1) Cálculos del BCE basados en datos nacionales proporcionados por EFAMA.

Gráfico 14 Inversión financiera de las empresas de seguros y los fondos de pensiones

(tasas de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales)



Fuente: BCE.

1) Incluye préstamos, depósitos, reservas técnicas de seguro, otras cuentas pendientes de cobro y derivados financieros.

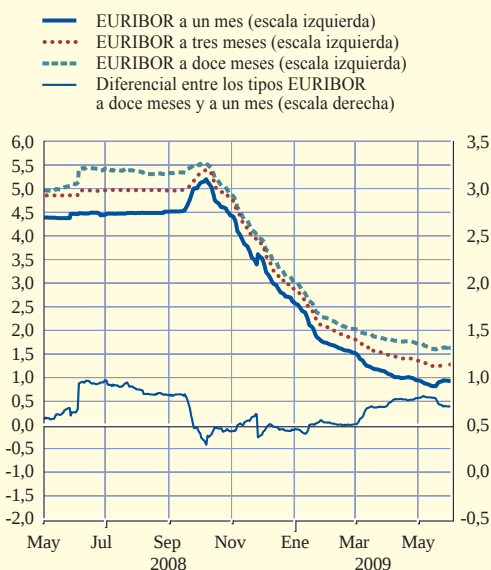
Los tipos de interés del mercado monetario sin garantías continuaron descendiendo a todos los plazos en los tres últimos meses, como consecuencia de la reducción de los tipos de interés oficiales del BCE y de la desaparición progresiva de las tensiones en los mercados monetarios. El 3 de junio, los tipos EURIBOR a un mes, a tres meses, a seis meses y a doce meses se situaron en el 0,92%, el 1,26%, el 1,46% y el 1,62%, respectivamente, es decir, 60, 55, 46 y 41 puntos básicos por debajo de los niveles observados el 2 de marzo. En conjunto, la inclinación de la pendiente de la curva de rendimientos del mercado monetario aumentó ligeramente en dicho período, como indica el diferencial entre los tipos EURIBOR a doce meses y a un mes, que se incrementó desde 51 puntos básicos el 2 de marzo hasta 70 puntos básicos el 3 de junio (véase gráfico 15).

El diferencial entre los tipos EURIBOR sin garantías y los tipos con garantías (como los tipos EUREPO o los derivados del índice del EONIA *swap*) continuó disminuyendo desde marzo. Por lo que respecta a los tipos a tres meses, dicho diferencial se situó en 48 puntos básicos el 3 de junio, un descenso notable con respecto a los 97 puntos básicos observados el 2 de marzo. Aunque estos diferenciales permanecen en un nivel relativamente elevado en comparación con los registrados antes de las turbulencias en los mercados financieros, esta última caída está en consonancia con la valoración de que se ha producido una lenta mejoría en los mercados monetarios (véase gráfico 16).

El 3 de junio, los tipos de interés implícitos en los precios de los futuros del EURIBOR a tres meses con vencimiento en septiembre y diciembre del 2009 y marzo del 2010 se situaron en el 1,080%, el 1,185% y el 1,275%, respectivamente, lo que representa una disminución de aproximadamente 44, 50 y 49 puntos básicos, respectivamente, en comparación con los niveles observados el 2 de marzo (véase grá-

Gráfico 15 Tipos de interés del mercado monetario

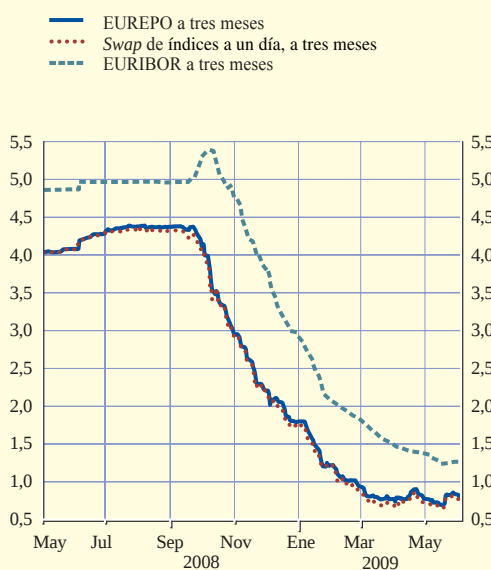
(en porcentaje; diferencial en puntos porcentuales; datos diarios)



Fuentes: BCE y Reuters.

Gráfico 16 EUREPO, EURIBOR y swap de índices a un día, a tres meses

(en porcentaje; datos diarios)



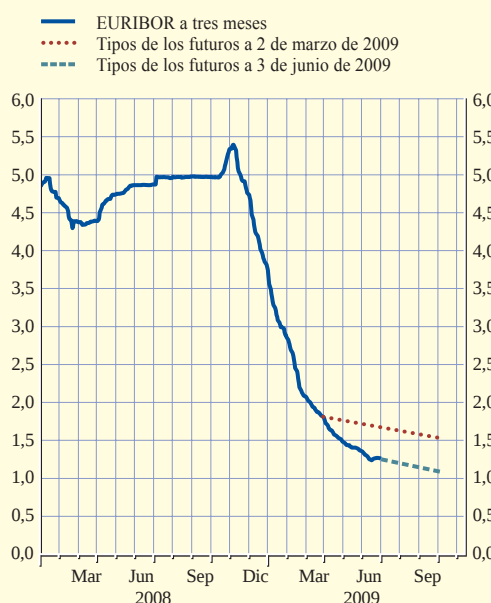
Fuentes: BCE, Bloomberg y Reuters.

fico 17). La volatilidad implícita obtenida de las opciones sobre futuros del EURIBOR a tres meses con vencimiento en septiembre del 2009 descendió ligeramente en abril, antes de estabilizarse, en términos generales, en mayo (véase gráfico 18).

En cuanto a los tipos de interés a muy corto plazo, el EONIA ha caído significativamente desde marzo, principalmente como consecuencia de que el Consejo de Gobierno volviera a recortar los tipos de interés oficiales del BCE el 5 de marzo, el 2 de abril y el 7 de mayo. Por tanto, el tipo de interés de las operaciones principales de financiación del Eurosistema se ha reducido un total de 325 puntos básicos desde el 8 de octubre de 2008. Este descenso del EONIA también es reflejo de la provisión de abundantes volúmenes de liquidez en las operaciones de financiación del Eurosistema, especialmente ante la decisión de realizar las operaciones principales de financiación semanales mediante subastas a tipo de interés fijo con adjudicación plena a partir del 15 de octubre de 2008. Sin embargo, la volatilidad sigue siendo relativamente elevada. Después de aumentar significativamente en la última quincena de mayo hasta situarse en niveles por

Gráfico 17 Tipos de interés a tres meses y tipos de interés de los futuros en la zona del euro

(en porcentaje; datos diarios)

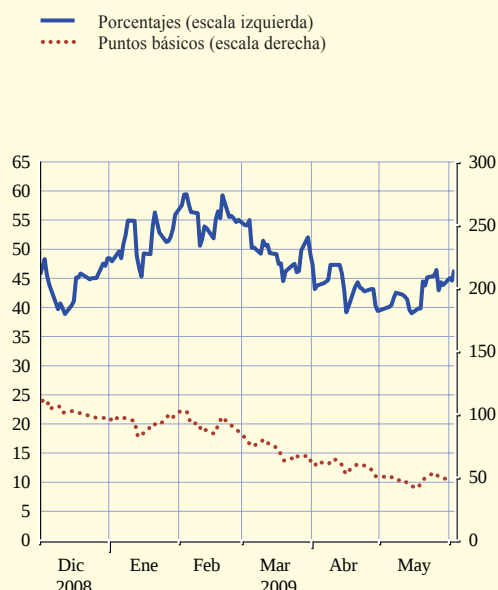


Fuente: Reuters.

Nota: Futuros a tres meses para entrega al final del trimestre en curso y de los tres siguientes, según cotizaciones de Liffe.

Gráfico 18 Volatilidad implícita derivada de las opciones sobre futuros del EURIBOR a tres meses con vencimiento en septiembre del 2009

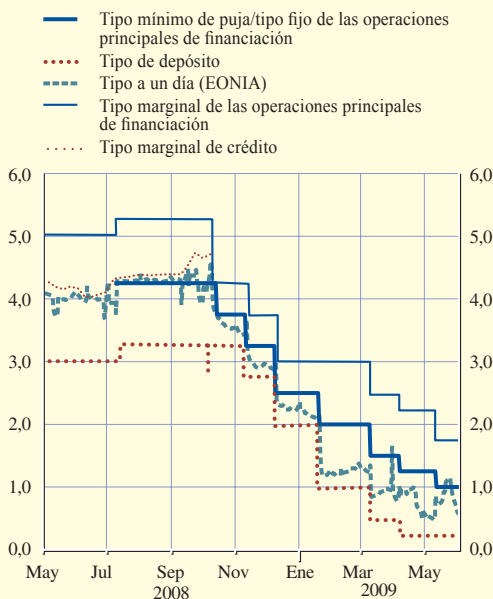
(en porcentaje; en puntos básicos; datos diarios)



Fuentes: Bloomberg, Reuters y cálculos del BCE.
Nota: La medida en puntos básicos se obtiene multiplicando la volatilidad implícita en porcentaje por el tipo de interés correspondiente (véase también el recuadro titulado «Medidas de la volatilidad implícita derivada de las opciones sobre futuros de tipos de interés a corto plazo», en el Boletín Mensual de mayo del 2002).

Gráfico 19 Tipos de interés del BCE y tipo de interés a un día

(en porcentaje; datos diarios)



Fuentes: BCE y Reuters.

encima del tipo de las operaciones principales de financiación durante cuatro días consecutivos, entre el 22 y el 27 de mayo de 2009, el EONIA volvió a caer hasta niveles inferiores al tipo principal de financiación (véase gráfico 19). La subida temporal del EONIA obedeció, en parte, a la disminución del exceso de liquidez en el mercado, al haber reducido las entidades de crédito sus pujas en las operaciones principales de financiación, recurriendo al mismo tiempo, de forma estable, pero limitada, a la facilidad de depósito. En general, el EONIA bajó desde el 1,28% el 2 de marzo hasta el 0,58% el 3 de junio.

Recuadro 2

SITUACIÓN DE LIQUIDEZ Y OPERACIONES DE POLÍTICA MONETARIA EN EL PERÍODO COMPRENDIDO ENTRE EL 11 DE FEBRERO Y EL 12 DE MAYO DE 2009

En este recuadro se describe la gestión de la liquidez realizada por el BCE durante los tres períodos de mantenimiento de reservas que finalizaron el 10 de marzo, el 7 de abril y el 12 de mayo de 2009. En dichos períodos, el BCE siguió aplicando la mayor parte de las medidas introducidas en octubre del 2008 en respuesta a la intensificación de las turbulencias en los mercados financieros. Concretamente, todas las operaciones de financiación en euros y en dólares estadounidenses continuaron realizándose mediante procedimientos de subasta a un tipo de interés fijo (equivalente al tipo de interés oficial del BCE en el caso de las operaciones en euros), con adjudicación plena (satisfaciendo-

se todas las pujas) y con una lista más amplia de activos de garantía aceptados para estas operaciones de mercado abierto.

En marzo del 2009, el BCE anunció que se volvería a prorrogar —esta vez hasta el final del 2009— el uso del procedimiento de subasta a tipo de interés fijo con adjudicación plena para todas las operaciones principales de financiación en euros. En principio, se anunció en octubre del 2008 que este procedimiento se aplicaría a todas las operaciones principales de financiación al menos hasta el 20 de enero de 2009, y a todas las operaciones de financiación a plazo más largo hasta marzo.

En mayo, el BCE decidió seguir adelante con el enfoque de apoyo reforzado al crédito y anunció la introducción de operaciones de financiación a plazo más largo para inyectar liquidez con vencimiento a un año (además de los plazos existentes, equivalentes a la duración de un período de mantenimiento, tres meses y seis meses); está previsto que en junio se realice la primera de estas operaciones a un año. Al mismo tiempo, la ampliación temporal de la lista de activos de garantía aceptados, que se anunció por primera vez en octubre del 2008, se prorrogó hasta el final del 2010. El Consejo de Gobierno también decidió, en principio, que el Eurosistema participaría en un programa de compra de instrumentos de renta fija tipo *Pfandbrief*, denominados en euros, emitidos en la zona del euro. Además, el Banco Europeo de Inversiones se convertirá en entidad de contrapartida para las operaciones de política monetaria del Eurosistema con efectos a partir del 8 de julio y en las mismas condiciones que cualquier otra entidad.

En abril, el BCE amplió sus actividades de cooperación con otros bancos centrales participando en una operación *swap* con la Reserva Federal, con arreglo a la cual el BCE ofrecerá liquidez por un importe máximo de 80 mm de euros a la Reserva Federal hasta el 30 de octubre de 2009. Durante el período considerado, la Reserva Federal no hizo uso de este acuerdo. El BCE también amplió hasta finales de julio la provisión de francos suizos a entidades de contrapartida mediante operaciones *swap*.

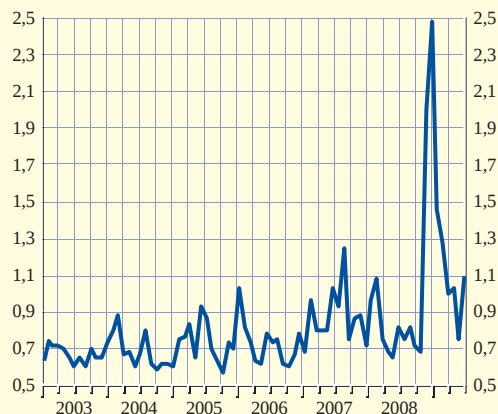
Durante el período considerado, el mercado monetario de la zona del euro siguió mostrando señales de mejora. Por ejemplo, el diferencial a tres meses entre el EURIBOR y el tipo *swap* del EONIA, que registra el nivel de riesgo de crédito y de liquidez, se redujo de forma sostenida y, hacia finales del período de referencia, se situaba prácticamente en el nivel observado antes de la intensificación de las turbulencias financieras a mediados de septiembre del 2008.

Necesidades de liquidez del sistema bancario

En los tres períodos de mantenimiento de reserva considerados, las necesidades diarias de liquidez de las entidades de crédito —definidas como la suma de los factores autónomos, las exigencias de reservas y el exceso de reservas (es decir, los saldos en cuenta corriente por encima de las exigencias de reservas)— ascendieron, en promedio, a 612,0 mm de euros, lo que representa un aumento de 18,1 mm de euros en comparación con la media de los tres períodos de mantenimiento anteriores. Este aumento tuvo su origen, principalmente, en un incremento de los factores autónomos medios de 18,6 mm de euros, mientras que las exigencias de reservas y el exceso de reservas se situaron, respectivamente, en un promedio, en 0,1 mm de euros y 0,3 mm de euros menos que en los tres períodos de mantenimiento anteriores (véase gráfico A). El aumento de los factores autónomos se debió, principalmente, al mayor nivel alcanzado por los depósitos de las Administraciones Públicas y, en menor medida, al incremento de los billetes en circulación. Al igual que en anteriores períodos de mantenimiento, los factores autónomos incluyen el efecto causado en la liquidez en euros por las operaciones

Gráfico A Saldos de las entidades de crédito en cuentas corrientes por encima de las exigencias de reservas

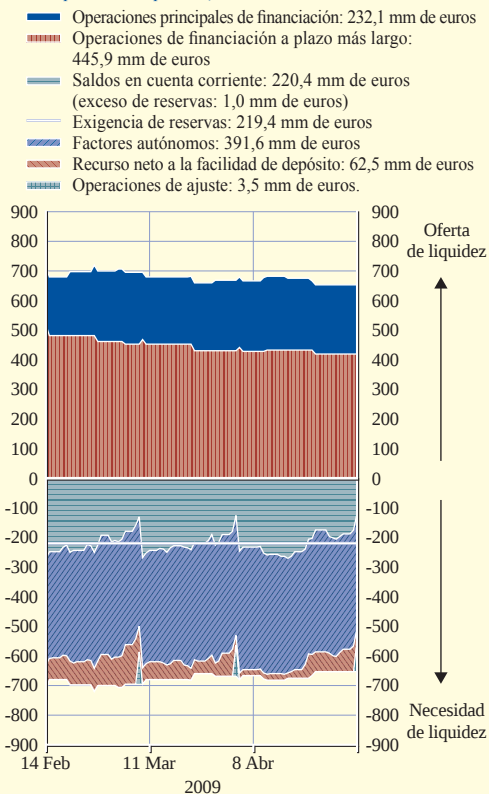
(mm de euros; nivel medio en cada período de mantenimiento)



Fuente: BCE.

Gráfico B Necesidades de liquidez del sistema bancario y oferta de liquidez

(mm de euros; al lado de cada rúbrica se muestran las medias diarias para todo el período)



Fuente: BCE.

de swap de divisas realizadas en colaboración con otros bancos centrales. En los tres periodos de mantenimiento considerados, las necesidades medias diarias de liquidez derivadas de las exigencias de reservas ascendieron a 219,4 mm de euros, mientras que las derivadas de los factores autónomos y del exceso de reservas se situaron en 391,6 mm de euros y 1,0 mm de euros, respectivamente (véase gráfico B).

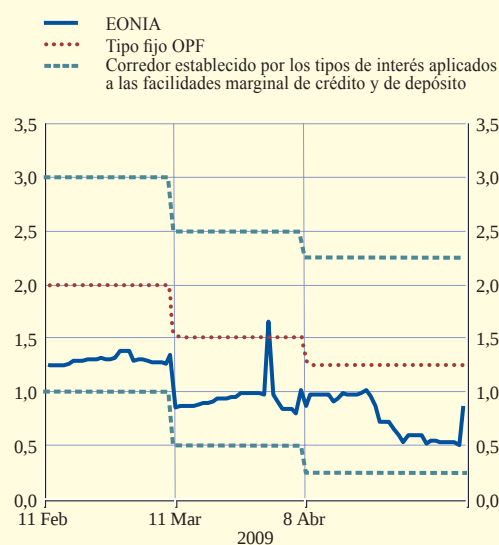
Dado que muchas entidades de crédito siguieron cubriendo sus necesidades de liquidez mediante operaciones de financiación del Eurosistema, el recurso a los procedimientos de subasta con adjudicación plena se tradujo en grandes, aunque decrecientes, excesos de liquidez en el sistema bancario en su conjunto, lo que dio lugar a una notable utilización de la facilidad de depósitos. El recurso neto a esta facilidad en los periodos de mantenimiento que finalizaron el 10 de marzo, el 7 de abril y el 12 de mayo ascendió, respectivamente, a 93,9 mm de euros, 56,6 mm de euros y 41,9 mm de euros al día, frente al máximo de 235,5 mm de euros alcanzado en el periodo de mantenimiento que finalizó el 20 de enero de 2009.

Oferta de liquidez y tipos de interés

El volumen de operaciones de mercado abierto vivas siguió disminuyendo en consonancia con la tendencia iniciada a principios del 2009. En el periodo de mantenimiento que finalizó el 12 de mayo, el volumen medio de operaciones de mercado abierto vivas se situó en 663 mm de euros, muy por debajo del máximo histórico de 857 mm de euros observado hacia finales del 2008. Ello se debió, principalmente, a una caída en el volumen de operaciones de financiación a más largo plazo vivas, mientras que el volumen de operaciones principales de financiación fue más estable e incluso aumentó ligeramente (véase gráfico B). Por lo tanto, las operaciones principales de financiación representaron el 36% del total de operaciones de financiación vivas durante el periodo de mantenimiento que finalizó el 12 de mayo, lo que supone un incremento sustancial con respecto al

Gráfico C El EONIA y los tipos de interés del BCE

(tipos de interés diarios, en porcentaje)



Fuente: BCE.

25% observado en el período de mantenimiento que incluía el último día del año 2008.

Como resultado de la demanda de exceso de liquidez por parte de las entidades de contrapartida (es decir, liquidez por encima del importe necesario para cubrir las exigencias de reservas, los factores autónomos y el exceso de reservas), el EONIA se mantuvo entre el tipo de interés de las operaciones principales de financiación (el tipo de interés oficial) y el tipo de interés de la facilidad de depósitos en los tres periodos de mantenimiento analizados (véase gráfico C), como ha venido ocurriendo desde octubre del 2008. Al mismo tiempo, paralelamente al descenso al recurso a la facilidad de depósito, el EONIA se aproximó al tipo de interés de las operaciones principales de financiación. En el período de mantenimiento que finalizó el 12 de mayo, el EONIA se situó, en promedio, en torno a 50 puntos básicos por debajo del tipo de interés de las operaciones principales de financiación, en comparación con los 70 puntos básicos, aproximadamente, registrados en el período de mantenimiento que finalizó el 10 de marzo.

Además, el EONIA reflejó efectos de calendario durante todo el periodo examinado, que fueron más pronunciados el último día de cada mes (especialmente al final del trimestre) y el último día de cada período de mantenimiento, cuando el BCE realizó las operaciones ordinarias de ajuste para absorber liquidez. También se situó en un nivel elevado en el período próximo a la Semana Santa.

2.4 MERCADOS DE RENTA FIJA

En los tres últimos meses se ha observado una mejora general del clima de los mercados internacionales de renta fija, así como una mayor tolerancia al riesgo. En comparación con los niveles de finales de febrero, el rendimiento de la deuda pública a largo plazo ha aumentado en las principales economías. La volatilidad implícita de los mercados de renta fija disminuyó en la zona del euro y en Japón y creció en Estados Unidos. Los diferenciales de renta fija privada de la zona del euro se estrecharon, aunque se mantuvieron en niveles muy altos en términos históricos.

Los tres últimos meses se caracterizaron por una mejora general del clima de los mercados y por una mayor tolerancia al riesgo, asociadas a desplazamientos de fondos hacia activos de mayor riesgo. En Estados Unidos el rendimiento de la deuda pública a diez años aumentó, desde cerca del 3% de finales de febrero hasta el 3,6% de comienzos de junio, mientras que en la zona del euro el rendimiento de la deuda pública a largo plazo se elevó de forma moderada, hasta rondar el 4%. 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 notablemente, hasta situarse en torno a -40 puntos básicos a principios de junio. En Japón, el

rendimiento de la deuda pública a diez años se mantuvo en general estable en torno al 1,6% a primeros de junio.

En los tres últimos meses, la incertidumbre de los participantes en el mercado respecto a la evolución a corto plazo del rendimiento de la deuda pública, medida por la volatilidad implícita de los mercados de renta fija, disminuyó en la zona del euro y en Japón, mientras que experimentó escasos cambios en Estados Unidos.

En general, desde finales de febrero los mercados internacionales de renta fija se han caracterizado por una creciente sensación de estabilización en todos los segmentos de mercado, al observarse, en particular, un clima más favorable de lo previsto entre los consumidores y las empresas a ambos lados del Atlántico. Durante este período, en algunos sectores de la economía aparecieron ciertas señales de mejora, a las que se sumó el constante apoyo de los principales bancos centrales, a través de recortes de los tipos de interés y de medidas no convencionales de política monetaria. La reducción de la incertidumbre ha generado presiones a la baja sobre los precios de la deuda pública a largo plazo y presiones al alza sobre el rendimiento. La disposición general de los inversores a retornar a los activos de mayor riesgo provocó también desplazamientos de fondos, que afectaron al rendimiento de la deuda pública durante este período.

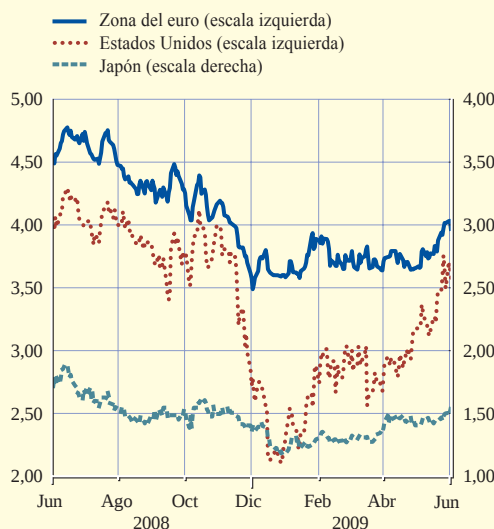
Al mismo tiempo, los diferenciales de deuda soberana de la zona del euro se estrecharon en el período analizado, como reflejo, principalmente, del aumento del rendimiento de los bonos alemanes, señal de que los inversores podrían haber estado volviendo a los activos de mayor riesgo, ante una reducción general de los desplazamientos de fondos hacia activos más seguros.

Pese a las mejores perspectivas a largo plazo para la actividad económica, entre finales de febrero y primeros de junio el rendimiento real de los bonos a cinco años indicados con la inflación de la zona del euro descendió nuevamente, en torno a 60 puntos básicos, lo que sigue apuntando a una percepción más negativa de los inversores respecto a las perspectivas a corto plazo de la actividad macroeconómica. También han contribuido a esta percepción la actual debilidad de la actividad económica, la contracción generalizada del empleo y la preocupación por la sostenibilidad fiscal de las finanzas públicas de los países de la zona del euro en los próximos años. Sin embargo, el rendimiento real de los bonos a diez años disminuyó mucho menos, en unos 25 puntos básicos, en el período examinado, e incluso aumentó a partir de finales de abril, hasta situarse en alrededor del 1,9% a comienzos de junio. Al mismo tiempo, el rendimiento real *forward* a cinco años dentro de cinco años se elevó también, situándose en torno al 2,7% a principios de junio, reflejo de una percepción más positiva de las perspectivas económicas a largo plazo (véase gráfico 21).

Junto con la evolución del rendimiento nominal, el descenso del rendimiento real observado en los tres últimos meses ha elevado las tasas de inflación implícitas *spot* a cinco y a diez años de la zona del euro

Gráfico 20 Rendimiento de la deuda pública a largo plazo

(en porcentaje; datos diarios)

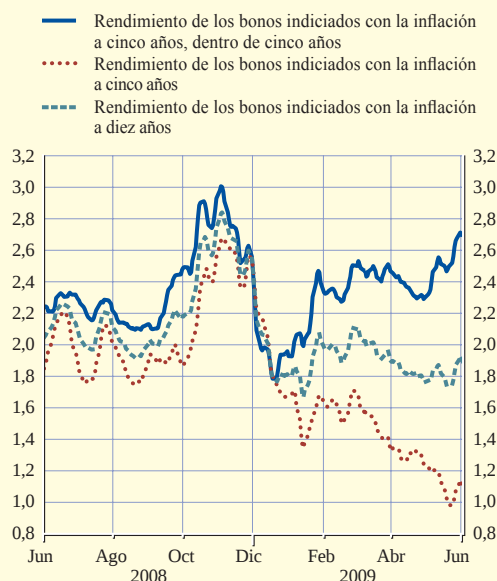


Fuentes: Bloomberg y Reuters.

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

Gráfico 21 Rendimiento de los bonos de cupón cero indicados con la inflación en la zona del euro

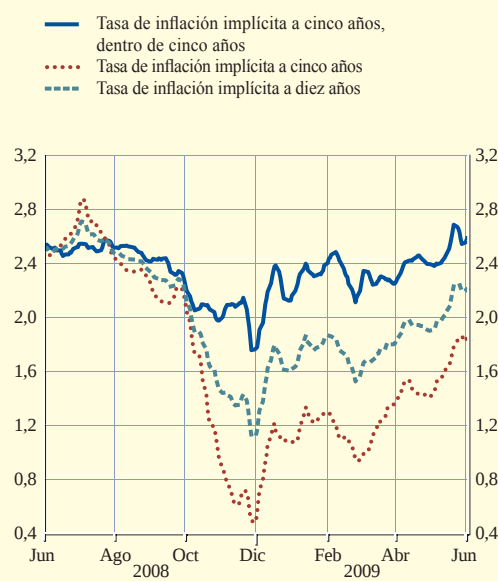
(en porcentaje; medias móviles de cinco días de datos diarios; datos desestacionalizados)



Fuentes: Reuters y cálculos del BCE.

Gráfico 22 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.

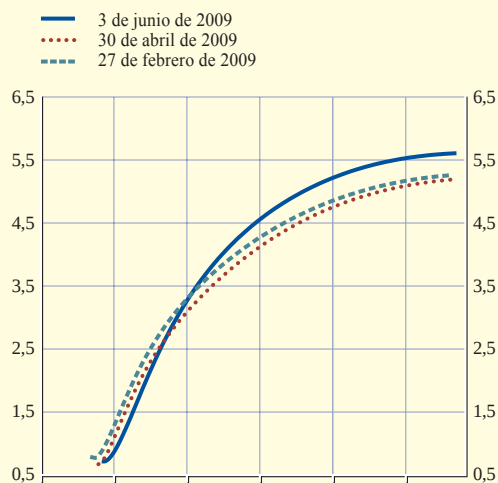
en unos 90 y 60 puntos básicos, respectivamente. La tasa de inflación implícita *forward* a cinco años dentro de cinco años aumentó unos 30 puntos básicos, situándose alrededor del 2,6% al final del período considerado. Sin embargo, la correspondiente tasa de inflación implícita *forward* derivada de los *swaps* indicados con la inflación se mantuvo prácticamente sin cambios, por lo que la reciente elevación de las tasas de inflación implícitas *forward* puede ser en parte resultado de un comportamiento específico del mercado de renta fija, en lugar de reflejar un verdadero incremento de las expectativas de inflación. Con todo, la evolución del rendimiento de los bonos indicados con la inflación y de las tasas de inflación implícitas ha de interpretarse con cautela, dado que la actividad se ha visto mermada en el mercado de bonos indicados con la inflación de la zona del euro.

La estructura temporal de los tipos *forward* de la zona del euro muestra cómo el comportamiento general del rendimiento de la deuda pública a largo plazo de la zona puede descomponerse entre las variaciones de las expectativas de tipos de interés (y de las correspondientes primas de riesgo) en distintos horizontes temporales (véase gráfico 23). En general, entre finales de febrero y primeros de junio aumentó la pendiente de la curva de tipos de interés *forward* implícitos a un día de la deuda pública de la zona del euro. El desplazamiento a la baja en los plazos cortos y medios fue reflejo, principalmente, de las decisiones de rebajar los tipos de interés oficiales, adoptadas por el Consejo de Gobierno en tres meses consecutivos (marzo, abril y mayo). Durante este período, el tipo de interés de las operaciones principales de financiación del Eurosistema se recortó en total en 100 puntos básicos, hasta situarse en el 1%.

En los tres últimos meses, los diferenciales de renta fija privada de la zona del euro volvieron a estrecharse, tanto en el sector no financiero como en el financiero. Aunque se observó un descenso generalizado en todas las calificaciones crediticias de las empresas de ambos sectores, los diferenciales de renta fija privada de las empresas con calificación más baja (BBB y A) del sector financiero y del sector

Gráfico 23 Tipos de interés *forward* implícitos a un día en la zona del euro

(en porcentaje; datos diarios)

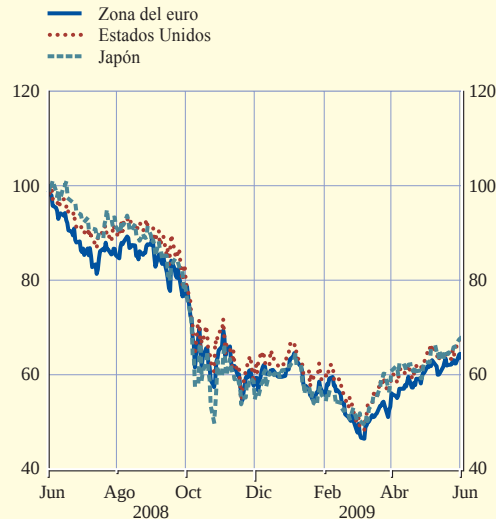


Fuentes: BCE, EuroMTS (datos) y Fitch Rating (calificaciones crediticias).

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

Gráfico 24 Índices bursátiles

(índice: 1 de junio 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.

no financiero disminuyeron de forma especialmente acusada. Junto con el continuo aumento de las emisiones de renta fija privada (véase sección 2.6), esta evolución apunta a una percepción menos pesimista de los participantes en el mercado y a una mayor tolerancia al riesgo. Sin embargo, los diferenciales de renta fija privada se mantuvieron en niveles elevados: a principios de junio, los diferenciales de empresas del sector no financiero con calificación BBB se situaron en torno a 275 puntos básicos, y los de empresas del sector financiero alcanzaron los 1.600 puntos básicos.

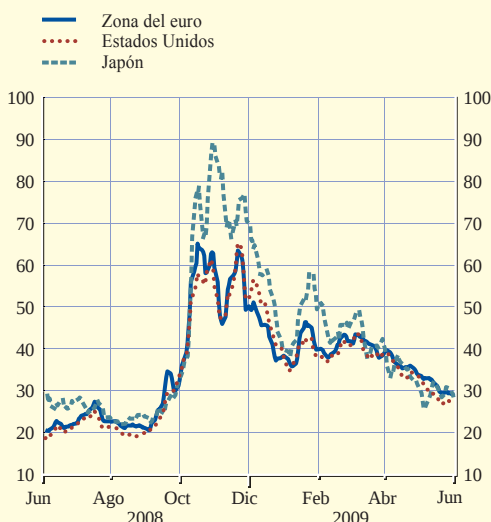
2.5 MERCADOS DE RENTA VARIABLE

A comienzos de junio, los índices bursátiles amplios de la zona del euro y de Estados Unidos se situaron un 25% por encima de sus niveles de finales de febrero, invirtiendo la tendencia a la baja observada desde el otoño del 2008. La percepción creciente en los mercados de que la crisis mundial se estaba acercando a un punto de giro generó una mayor tolerancia al riesgo entre los inversores. La incertidumbre de los mercados de renta variable, medida por la volatilidad implícita, disminuyó considerablemente, aunque se mantuvo en niveles ligeramente más altos que los registrados antes de la crisis a ambos lados del Atlántico.

Entre finales de febrero y el 3 de junio, las cotizaciones bursátiles de la zona del euro, medidas por el índice Dow Jones EURO STOXX, y las de Estados Unidos, medidas por el índice Standard & Poor's

Gráfico 25 Volatilidad implícita de los mercados de renta variable

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

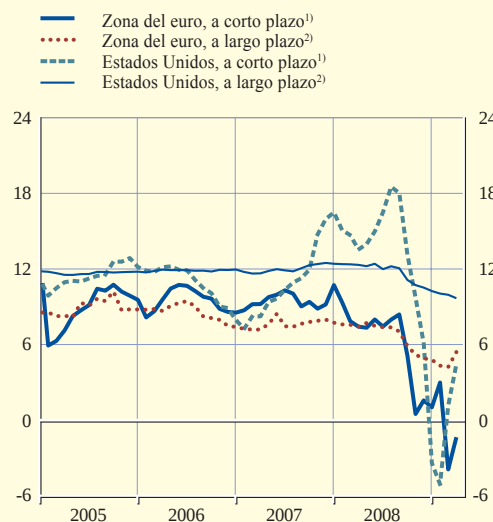


Fuente: Bloomberg.

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.

Gráfico 26 Crecimiento esperado de los beneficios empresariales por acción en Estados Unidos y en la zona del euro

(en porcentaje; datos mensuales)



Fuentes: Thomson Financial Datastream y cálculos del BCE.

Notas: Crecimiento esperado de los beneficios del índice Dow Jones EURO STOXX para la zona del euro y del índice Standard & Poor's 500 para Estados Unidos.

1) «A corto plazo» se refiere a las expectativas de los analistas respecto a los beneficios en los próximos doce meses (tasas de crecimiento interanual).

2) «A largo plazo» se refiere a las expectativas de los analistas respecto a los beneficios en los próximos tres a cinco años (tasas de crecimiento interanual).

500, subieron en torno a un 25%, en ambos índices amplios, y las de Japón, medidas por el índice Nikkei 225, aumentaron alrededor de un 30% (véase gráfico 24).

En los tres últimos meses, los mercados de renta variable se caracterizaron por una reducción de la incertidumbre, medida por la volatilidad implícita obtenida de las opciones sobre acciones, que volvió a situarse en niveles próximos a los observados antes de que Lehman Brothers se declarase en quiebra en septiembre del 2008 (véase gráfico 25). Tras alcanzar sus cotas máximas a comienzos del otoño del 2008, la volatilidad de los mercados de valores ha disminuido y, aunque se ha ido estabilizando en niveles todavía elevados al principio del presente año, ha registrado un descenso ligeramente más acelerado en los tres últimos meses. En general, aunque se sitúa todavía por encima de su media a largo plazo, el descenso de la volatilidad de los mercados bursátiles sería indicativo de una estabilización de los mercados.

La publicación de datos que apuntan generalmente a una mejora de la situación en los mercados financieros parece haber influido en el clima de los mercados. Las encuestas y otras fuentes relevantes que señalaban una recuperación, aunque todavía escasa, de la confianza de las empresas y hogares contribuyeron también a crear un clima general más positivo. En los tres últimos meses, las expectativas de los participantes en el mercado respecto a una mejora gradual de la actividad económica más adelante en el presente año aumentaron también ligeramente. Además, en la zona del euro los resultados de la encuesta sobre préstamos bancarios del mes de abril apuntaron a una reducción gradual de las restricciones de crédito, que puede, a su vez, haber influido favorablemente en la confianza de las empresas y hogares.

Cuadro 3 Variación de los precios de los índices Dow Jones EURO STOXX, por sectores económicos

(porcentaje de los precios a fin de período)

	EURO STOXX	Materias primas	Servicios de consumo	Bienes de consumo	Petróleo y gas	Financiero	Sanidad	Industrial	Tecnología	Tele- comuni- caciones	Agua, gas, electric.
Participación del sector en la capitalización bursátil (datos a fin de período)	100,0	7,9	6,6	12,0	8,4	25,8	4,1	11,9	4,9	7,9	10,5
Variación de los precios (datos a fin de período)											
2008 I	-16,4	-9,1	-16,2	-13,7	-15,2	-16,6	-17,9	-18,1	-22,2	-20,8	-16,5
2008 II	-7,3	7,9	-13,9	-14,7	12,7	-14,8	-0,2	-7,0	-10,7	-5,8	0,6
2008 III	-12,1	-25,0	-5,9	0,1	-22,9	-11,1	-6,3	-17,4	-9,9	-1,3	-14,6
2008 IV	-21,2	-26,0	-7,7	-19,1	-17,8	-35,0	-9,2	-18,5	-22,8	-2,1	-13,5
2009 I	-14,0	-13,6	-8,3	-11,5	-5,9	-20,1	-7,4	-14,0	-9,5	-8,8	-21,0
Abril 2009	15,0	16,4	8,7	14,8	7,7	28,8	4,2	21,0	18,4	-3,7	9,2
Mayo 2009	3,3	8,1	0,2	0,9	6,3	6,0	2,5	-0,2	0,5	1,4	2,7
27 feb 2009 - 3 jun 2009	25,1	30,5	8,9	24,5	14,3	55,0	7,6	29,9	34,5	-4,0	12,6

Fuentes: Thomson Financial Datastream y cálculos del BCE.

La tendencia positiva observada en los mercados bursátiles en los tres últimos meses se reflejó, en parte, en la evolución de los beneficios (véase gráfico 26). En Estados Unidos, las expectativas de beneficios para los próximos doce meses de las empresas incluidas en el índice Standard & Poor's 500 experimentaron una notable revisión al alza, y se han mantenido en valores positivos desde comienzos de abril. Sin embargo, las expectativas de beneficios a más largo plazo de las empresas estadounidenses se siguen revisando a la baja. En la zona del euro, las expectativas a más largo plazo (para los próximos tres a cinco años) de beneficios por acción de las empresas incluidas en el índice Dow Jones EURO STOXX aumentaron en mayo. Sin embargo, los beneficios por acción de las empresas de la zona del euro esperados para los próximos doce meses disminuyeron, mientras que la tasa de crecimiento interanual de los beneficios efectivos cayó hasta cerca del -33% en el mismo mes.

Por sectores, en los tres últimos meses en la zona del euro y en Estados Unidos los precios de las acciones del sector financiero subieron alrededor de un 55%, y los del sector no financiero se elevaron en torno a un 15%-20%. Reflejo de la mayor disposición de los inversores a volver a los activos de mayor riesgo, y de la desaceleración de la recesión económica mundial, los precios de las acciones de algunos sectores no financieros con una actividad cíclica, como los sectores industrial, de materias primas y tecnología, registraron mejores resultados que las cotizaciones de sectores menos sensibles al ciclo, como los de sanidad, y agua, gas y electricidad (véase cuadro 3).

2.6 FLUJOS DE FINANCIACIÓN Y POSICIÓN FINANCIERA DE LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS

El coste medio real de la financiación de las sociedades no financieras de la zona del euro se redujo considerablemente en el primer trimestre del 2009. La mayor parte de este descenso tuvo su origen en una pronunciada disminución del coste real de los préstamos bancarios y de los valores de renta fija. En este contexto, la emisión de valores distintos de acciones por parte de las sociedades no financieras continuó con la tendencia ascendente observada desde diciembre del 2008, mientras que el crecimiento de la financiación bancaria se redujo. Ciertamente, esta evolución apunta a una recuperación de los mercados de valores de renta fija privada, pero también puede indicar que algunas empresas están experimentando dificultades para obtener suficiente financiación a través de las entidades de crédito.

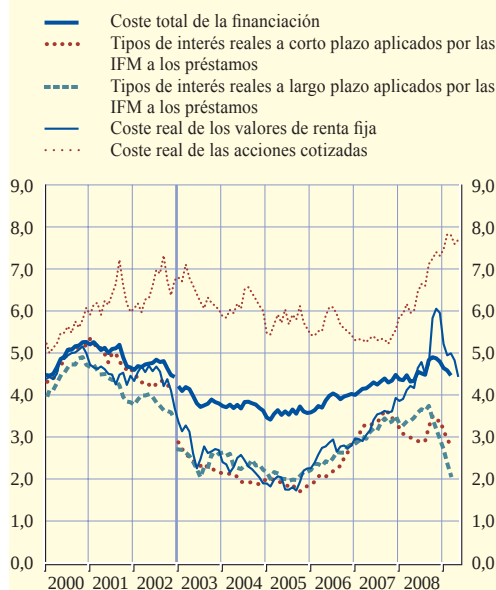
CONDICIONES DE FINANCIACIÓN

El coste real de la financiación externa para las sociedades no financieras de la zona del euro —calculado ponderando el coste de las distintas fuentes de financiación a partir de sus saldos vivos, corregido de efectos de valoración³— se redujo hasta el 4,4% en el primer trimestre del 2009, casi 30 puntos básicos con respecto al último trimestre del 2008 (véase gráfico 27). Mientras que los tipos de interés aplicados por las entidades de crédito a los préstamos experimentaron un acusado descenso en términos reales, el coste real de las acciones para las sociedades no financieras continuó su tendencia al alza en el primer trimestre del 2009, reflejando unas expectativas de beneficios poco alentadoras, en un contexto de persistente preocupación acerca de las perspectivas económicas. Los recortes de los tipos de interés oficiales por parte del BCE siguieron contribuyendo a la disminución de los tipos de interés reales a corto plazo aplicados por las IFM, mientras que los tipos a largo plazo aplicados por este sector cayeron considerablemente, 85 puntos básicos, en ese período. El coste de los valores de renta fija también se redujo en el primer trimestre del 2009, unos 95 puntos básicos. No obstante, desde una perspectiva a más largo plazo, el coste real total de la financiación de las sociedades no financieras de la zona del euro continuó siendo elevado si se compara con la situación anterior al estallido de las perturbaciones financieras en el verano del 2007.

Para que la transmisión de la política monetaria funcione adecuadamente, es importante que las modificaciones de los tipos de interés oficiales del BCE repercutan en los tipos de interés aplicados por las entidades de crédito a los préstamos y créditos otorgados a hogares y a empresas. En el cuadro 4 se muestran las variaciones de los tipos de interés aplicados por las entidades a los préstamos y créditos y de los tipos de interés a tres meses del mercado monetario (EURIBOR), así como de los rendimientos de la deuda pública a dos años y a cinco años. En épocas normales, la evolución de los costes de financiación a corto plazo de las entidades de crédito se ve influida, fundamentalmente, por las fluctuaciones del EURIBOR a tres meses, mientras que los tipos a más largo plazo aplicados por las entidades a los préstamos y créditos suelen reflejar la evolución de los rendimientos de la deuda pública. Como queda patente en el cuadro, los tipos de interés de los préstamos y créditos aplicados por las entidades de crédito a su clientela se redujeron 135 y 145 puntos básicos para los préstamos por importes reducidos (es decir, hasta un millón de euros) y para los de cuantía elevada (por importe superior a un millón de euros), respectivamente, entre diciembre del 2008 y marzo del 2009. Al mismo tiempo, los tipos de interés a corto plazo del mercado monetario experimentaron un descenso de 165 puntos básicos, debido, en par-

Gráfico 27 Coste real de la financiación externa de las sociedades no financieras de la zona del euro

(en porcentaje; datos mensuales)



Fuentes: BCE, Thomson Financial Datastream, Merrill Lynch y previsiones de Consensus Economics.

Notas: El coste real de la financiación externa de las sociedades no financieras se calcula como la media ponderada del coste de los préstamos bancarios, el coste de los valores distintos de acciones y el coste de las acciones, basados en sus respectivos saldos vivos y deflactados por las expectativas de inflación (véase el recuadro 4 del Boletín Mensual de marzo del 2005). La armonización de los tipos de interés aplicados por las IFM a los préstamos introducida a principios del 2003 provocó una ruptura en las series.

3 Para una descripción detallada de cómo se mide el coste real de la financiación externa de las sociedades no financieras de la zona del euro, véase el recuadro 4 del Boletín Mensual de marzo del 2005.

Cuadro 4 Tipos de interés aplicados por las IFM a los nuevos préstamos a sociedades no financieras

(en porcentaje; en puntos básicos)

							Variaciones en puntos básicos hasta mar. 2009 ¹⁾		
	2008 I	2008 II	2008 III	2008 IV	2009 Feb	2009 Mar	2007 Dic	2008 Dic	2009 Feb
Tipos de interés aplicados por las IFM									
Descubiertos en cuenta de las sociedades no financieras	6,55	6,67	6,91	6,26	5,40	5,12	-149	-114	-28
Préstamos a las sociedades no financieras hasta un millón de euros									
Sin fijación del tipo y con período inicial de fijación del tipo hasta un año	5,91	6,16	6,34	5,38	4,32	4,03	-205	-135	-29
Con período inicial de fijación del tipo de más de cinco años	5,23	5,43	5,64	5,32	4,96	4,75	-55	-57	-21
Préstamos a las sociedades no financieras por importe superior a un millón de euros									
Sin fijación del tipo y con período inicial de fijación del tipo hasta un año	5,19	5,35	5,62	4,29	3,10	2,83	-252	-146	-27
Con período inicial de fijación del tipo de más de cinco años	5,34	5,52	5,64	4,77	4,23	3,87	-161	-90	-36
Pro memoria									
Tipo de interés a tres meses del mercado monetario	4,60	4,94	5,02	3,29	1,94	1,64	-321	-165	-30
Rendimiento de la deuda pública a dos años	3,54	4,72	4,09	2,62	1,80	1,74	-232	-88	-6
Rendimiento de la deuda pública a cinco años	3,65	4,75	4,21	3,29	3,00	3,00	-114	-29	0

Fuente: BCE.

1) Pueden producirse discrepancias, debido al redondeo.

te, a la disminución de las tensiones que se está observando en los mercados interbancarios. Esta transmisión incompleta indica que los márgenes de las entidades de crédito se ampliaron durante el citado período.

Durante ese mismo período, el rendimiento de la deuda pública a dos años y a cinco años descendió considerablemente, 90 y 30 puntos básicos, respectivamente, en un contexto de disminución de la preocupación de los mercados acerca de las perspectivas de inflación y de desplazamientos de cartera en búsqueda de activos de mayor calidad por parte de los inversores los primeros meses del año. Las variaciones correspondientes de los tipos de interés a largo plazo aplicados por las entidades a los préstamos y créditos fueron menos pronunciadas. Mientras que los tipos de interés de los préstamos hasta un millón de euros a largo plazo se redujeron unos 60 puntos básicos, los aplicados a los préstamos por importe superior a un millón de euros a las sociedades no financieras disminuyeron 90 puntos básicos en el primer trimestre del 2009. Sin embargo, según la encuesta sobre préstamos bancarios de abril del 2009⁴, el porcentaje neto de entidades que había señalado que los criterios aplicados para la concesión de préstamos a empresas habían experimentado un endurecimiento fue ligeramente superior para las grandes empresas que para las pequeñas y medianas empresas.

Las condiciones de financiación mediante valores de renta fija de las empresas de la zona del euro pueden valorarse a partir de los diferenciales de los valores de renta fija privada correspondientes (medidos como la diferencia entre los rendimientos de los valores de renta fija privada y los de la deuda pública). En el primer trimestre del 2009, estos diferenciales experimentaron un descenso en todas las calificaciones crediticias. Esta tendencia descendente continuó en abril y mayo del 2009. Las disminuciones observadas, en general, en este período, fueron más acusadas para los bonos con calificaciones crediticias bajas. Por ejemplo, los bonos con calificación BBB de la zona del euro se redujeron 60 puntos básicos, mientras que los bonos con calificación AA experimentaron una caída más moderada, de 20 puntos básicos (véase gráfico 28).

4 Para una descripción detallada de los resultados de la encuesta sobre préstamos bancarios de abril del 2009, véase el recuadro 2 del Boletín Mensual de mayo del 2009.

FLUJOS DE FINANCIACIÓN

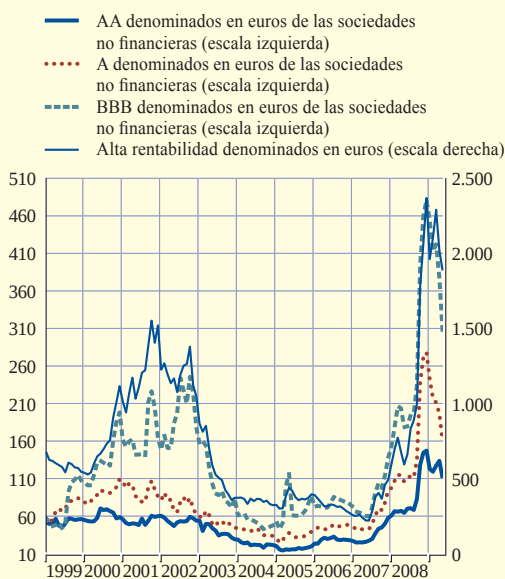
La mayor parte de los indicadores de rentabilidad de las empresas de la zona del euro apuntan a un nuevo deterioro en el primer trimestre del 2009. Como puede observarse en el gráfico 29, la tasa de crecimiento interanual de los beneficios por acción de las sociedades no financieras cotizadas de la zona del euro se redujo desde el -6,1% al final del 2008 hasta el -24,1% en mayo del 2009. De cara al futuro, los datos facilitados por analistas de los mercados financieros sobre expectativas de beneficios sugieren que los beneficios por acción de las sociedades no financieras seguirán siendo negativos durante los próximos doce meses.

La tasa de crecimiento interanual real de la financiación externa de las sociedades no financieras (que incluye los préstamos concedidos por las IFM, los valores distintos de acciones y las acciones cotizadas) se redujo hasta situarse en torno al 1,6% en el primer trimestre del 2009, en comparación con el 2,6% del trimestre anterior (véase gráfico 30). Como es habitual, el grueso de la contribución a la financiación externa correspondió a los préstamos de las IFM, que registraron una tasa de crecimiento interanual del 1,3% en ese período, 1,1 puntos porcentuales menos que en el trimestre precedente. La contribución de la financiación mediante la emisión de acciones cotizadas experimentó un ligero aumento, mientras que la de la financiación mediante valores de renta fija prácticamente no se modificó y fue de 0,3 puntos porcentuales.

Si se consideran los agregados más amplios incluidos en las cuentas de la zona del euro, el gráfico 31 muestra los componentes que integran el ahorro, la financiación y la inversión de las empresas de la zona, disponibles hasta el cuarto trimestre del 2008. Esta medida muestra que, en términos agregados, las empresas de la zona del euro han destinado más fondos a la inversión real y financiera de los que se podrían obtener mediante fondos generados internamente. Esta cifra neta suele denominarse «brecha de financiación» y, en líneas generales, ha aumentado de magnitud desde mediados del 2004. En el cuarto trimestre del 2008, la brecha de financiación era del 6,1% del valor añadido total del sector no financiero. Como se ve en el gráfico, la mayor parte de la financiación interna y externa se utilizó para finan-

Gráfico 28 Diferenciales de los valores de renta fija de las sociedades no financieras

(en puntos básicos; medias mensuales)



Fuentes: Thomson Financial Datastream y cálculos del BCE.
Nota: Los diferenciales de los valores de renta fija de las sociedades no financieras se calculan en relación con los rendimientos de la deuda pública con calificación crediticia AAA.

Gráfico 29 Beneficios por acción de las sociedades no financieras cotizadas de la zona del euro

(en porcentaje)

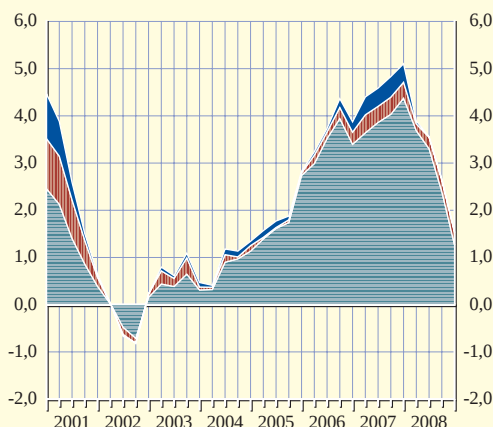


Fuente: Thomson Financial Datastream.

Gráfico 30 Detalle de la tasa de crecimiento interanual real de la financiación externa de las sociedades no financieras¹⁾

(tasas de variación interanual)

- Acciones cotizadas
- Valores distintos de acciones
- Préstamos de IFM



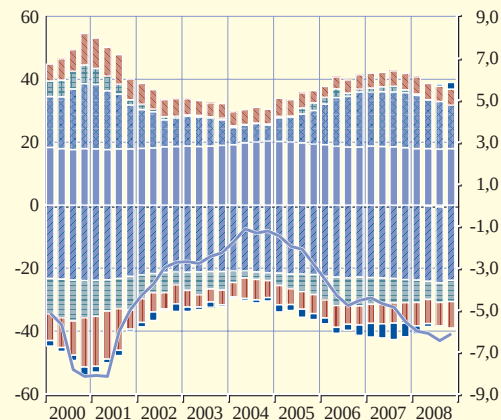
Fuente: BCE.

1) La tasa de crecimiento interanual real se define como la diferencia entre la tasa de crecimiento interanual registrada y el deflactor del PIB.

Gráfico 31 Ahorro, financiación e inversión de las sociedades no financieras

(sumas móviles de cuatro trimestres; en porcentaje del valor añadido bruto)

- Otros
- Adquisiciones netas de acciones y otras participaciones
- Adquisiciones netas de activos financieros, excluidas acciones y otras participaciones
- Formación bruta de capital
- Emisión de acciones y otras participaciones no cotizadas
- Emisión de acciones y otras participaciones cotizadas
- Financiación mediante deuda
- Ahorro bruto (beneficios no distribuidos) y transferencias netas de capital
- Brecha de financiación (escala derecha)



Fuente: Cuentas de la zona del euro.

Nota: La deuda incluye préstamos, valores distintos de acciones y reservas de los fondos de pensiones. «Otros» incluye derivados financieros, otras cuentas pendientes de pago/cobro y ajustes. Los préstamos entre empresas relacionadas se compensan. La brecha de financiación es la capacidad/necesidad de financiación del sector, que básicamente es la diferencia entre el ahorro bruto y la formación bruta de capital.

ciar inversiones reales (formación bruta de capital fijo), mientras que la inversión financiera fue menor. La adquisición neta de activos financieros, incluidas acciones y otras participaciones, se redujo en el cuarto trimestre del 2008, impulsada por la reducción de los activos líquidos (valores distintos de acciones y participaciones en fondos de inversión) y por una acumulación más lenta de depósitos. La brecha de financiación negativa, junto con las mayores dificultades de las empresas para recurrir al sistema bancario para obtener financiación, apuntan a cierta vulnerabilidad del sector de sociedades no financieras, que puede haber contribuido a un fuerte ajuste a la baja de los planes de inversión de este sector. Al mismo tiempo, la participación de la financiación bancaria en la financiación externa total de las sociedades no financieras aumentó en el cuarto trimestre del 2008, debido principalmente a las mayores dificultades para obtener financiación de mercado. El recuadro 3 muestra unas tendencias similares en Estados Unidos, donde se ha observado una caída del crecimiento interanual de la financiación externa de las empresas no financieras y un incremento de la importancia relativa de la financiación mediante préstamos bancarios.

Aunque las tasas de crecimiento de los préstamos de las IFM todavía son elevadas, han disminuido continuamente desde el primer trimestre del 2008 (véase cuadro 5). Los datos mensuales más recientes

Cuadro 5 Financiación de las sociedades no financieras

	Tasas de crecimiento interanual (variaciones porcentuales; fin de trimestre)				
	2008 I	2008 II	2008 III	2008 IV	2009 I
Préstamos de IFM	15,0	13,7	12,2	9,6	6,3
Hasta un año	14,0	12,0	9,9	6,9	0,2
De uno a cinco años	22,3	20,0	17,6	14,0	10,4
Más de cinco años	12,8	12,3	11,4	9,5	8,3
Valores distintos de acciones	7,4	3,4	5,9	7,1	8,9
A corto plazo	22,3	9,4	14,3	16,3	-11,1
A largo plazo, de los cuales ¹⁾	4,8	2,2	4,4	5,4	12,9
A tipo fijo	3,4	2,6	5,1	6,7	17,5
A tipo variable	12,9	2,8	4,7	2,1	-0,9
Acciones cotizadas	1,0	0,1	0,0	-0,1	0,4
Pro memoria²⁾					
Total financiación	4,4	3,9	3,9	3,6	-
Préstamos a sociedades no financieras	10,7	9,9	9,3	8,1	-
Reservas técnicas de seguro ³⁾	0,1	0,3	0,4	0,0	-

Fuentes: BCE, Eurostat y cálculos del BCE.

Nota: Los datos de este cuadro (con la excepción de los presentados en la pro memoria) figuran en las estadísticas monetarias y bancarias y en las de emisiones de valores. Pueden surgir pequeñas divergencias con respecto a los datos que se recogen en las estadísticas de las cuentas financieras, principalmente como consecuencia de diferencias en los métodos de valoración.

1) La suma de los valores distintos de acciones a tipo fijo y a tipo variable puede no coincidir con el total de valores distintos de acciones a largo plazo, porque los valores a largo plazo con cupón cero, que incluyen los efectos de valoración, no se muestran por separado en este cuadro.

2) Datos procedentes de las cuentas trimestrales europeas por sectores. La financiación total de las sociedades no financieras incluye préstamos, valores distintos de acciones, acciones y otras participaciones, reservas técnicas de seguro, otras cuentas pendientes de pago y derivados financieros.

3) Incluye las reservas de los fondos de pensiones.

disponibles muestran que el crecimiento de estos préstamos siguió reduciéndose a principios del 2009. En abril, la tasa de crecimiento descendió hasta el 5,2%. La caída ha sido más pronunciada para los plazos de vencimiento más cortos. En cuanto a la estructura de vencimientos de los préstamos de las IFM, las tasas de crecimiento interanual de los préstamos hasta un año, de uno a cinco años y a más de cinco años se situaron en el -1,4%, el 9,9% y el 7,2%, respectivamente, en abril del 2009. En comparación, en diciembre del 2008, estas tasas fueron del 6,9%, el 14% y el 9,5%, respectivamente.

De cara al futuro, se espera que el crecimiento del crédito siga reduciéndose, una evolución que sería acorde con la desaceleración económica y el endurecimiento gradual de las condiciones de financiación señalados en las últimas encuestas sobre préstamos bancarios en la zona del euro. Como muestra la evidencia empírica, la evolución del crecimiento de los préstamos suele responder a una variación de los criterios aplicados para su concesión con un desfase de tres a cuatro trimestres. Además, la disminución de las operaciones de fusión y adquisición, y el hecho de que los niveles de apalancamiento de las empresas de la zona del euro sean relativamente elevados, deberían continuar ejerciendo presiones a la baja sobre las necesidades de financiación de las empresas.

En la encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro también se pregunta a las entidades de crédito participantes sobre los factores que contribuyen a la demanda de préstamos de las sociedades no financieras. Como se ve en el gráfico 32, dos factores, la inversión en capital fijo y las operaciones de fusión y adquisición, fueron los que más contribuyeron a la menor demanda de préstamos.

Aparte de la financiación a través de préstamos de las IFM, las empresas pueden recurrir directamente a los mercados financieros como fuente de financiación. Datos recientes sobre la emisión de valores

distintos de acciones por parte de las sociedades no financieras sugieren un nuevo aumento de la financiación mediante valores de renta fija, con tasa de crecimiento interanual que se incrementó hasta el 8,9% en el primer trimestre del 2009, en comparación con unas tasas del 7,1% y el 5,9% en el cuarto y tercer trimestres del 2008, respectivamente. La tendencia hacia un aumento de la emisión de valores distintos de acciones y la reducción de la financiación bancaria apuntan a la posibilidad de que las empresas estén experimentando dificultades para obtener financiación a través de las entidades de crédito, y que en su lugar se hayan asegurado la financiación directamente en los mercados financieros.

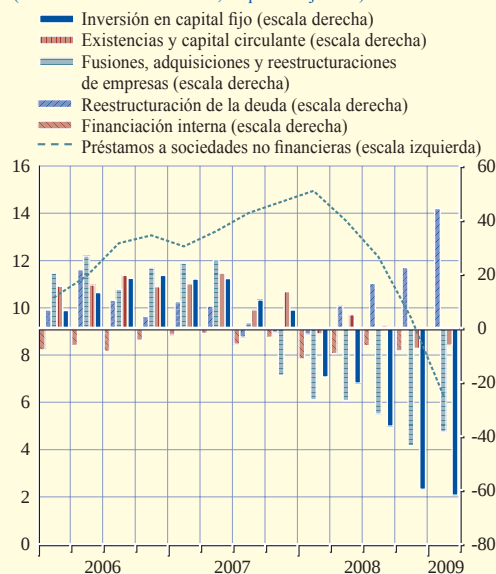
La tasa de crecimiento interanual de las acciones cotizadas emitidas por las sociedades no financieras registró un ligero incremento, hasta el 0,4%, en el primer trimestre del 2009. La positiva evolución de los mercados bursátiles respaldó la emisión de acciones cotizadas por este sector.

POSICIÓN DE FINANCIACIÓN

El persistente aumento de la financiación mediante valores de renta fija por parte de las sociedades no financieras, junto con la disminución del excedente bruto de explotación y del PIB, se tradujeron en un ligero incremento de las ratios de endeudamiento en relación con el PIB y con el excedente bruto de explotación de las empresas en el primer trimestre del 2009 (véase gráfico 33). Como consecuencia de los considerables descensos del crecimiento de los préstamos bancarios y de los tipos de interés de mercado, la carga de intereses de las sociedades no financieras se redujo en el primer trimestre del 2009 (véase gráfico 34). En general, el elevado nivel de endeudamiento y la abultada carga de intereses asociada hacen que las sociedades no financieras sigan siendo vulnerables a perturbaciones futuras.

Gráfico 32 Crecimiento de los préstamos y factores que contribuyen a la demanda de préstamos de las sociedades no financieras

(tasa de variación interanual; en porcentaje neto)

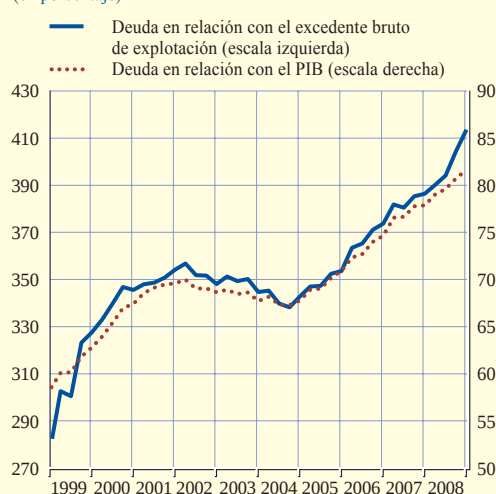


Fuente: BCE.

Nota: El porcentaje neto se refiere a 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; véase también la encuesta sobre préstamos bancarios de enero del 2009.

Gráfico 33 Ratios de endeudamiento del sector de sociedades no financieras

(en porcentaje)



Fuentes: BCE, Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: Los datos sobre deuda proceden de las cuentas trimestrales europeas por sectores, e incluyen préstamos, valores distintos de acciones y reservas de los fondos de pensiones. Datos hasta el primer trimestre del 2009.

Recuadro 3

LA FINANCIACIÓN EXTERNA DE LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS EN LA ZONA DEL EURO Y EN ESTADOS UNIDOS

En este recuadro se analizan los aspectos más relevantes de la evolución de la financiación externa de las sociedades no financieras, así como su composición, en la zona del euro y en Estados Unidos, principalmente a partir de las cuentas de la zona del euro y de las cuentas de flujos de fondos de Estados Unidos¹. En este recuadro, la financiación externa se considera en un sentido amplio e incluye todos los pasivos del sector de sociedades no financieras. Al mismo tiempo, se han realizado algunos ajustes para facilitar la comparación entre la zona del euro y Estados Unidos².

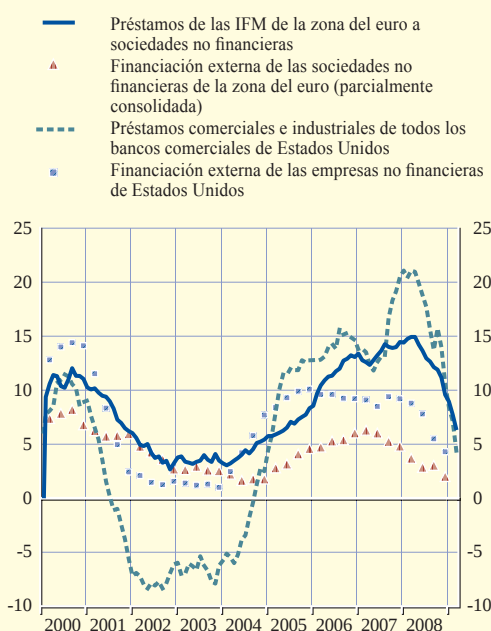
Evolución del crecimiento de la financiación externa

El crecimiento de la financiación externa de las sociedades no financieras se ha ralentizado considerablemente en la zona del euro y en Estados Unidos en los últimos trimestres, una evolución paralela, en líneas generales, a la disminución de la actividad económica. En el caso de las empresas no financieras de Estados Unidos, la tasa de crecimiento interanual de la financiación externa se redujo desde el 9,4% en el tercer trimestre del 2007 hasta el 4,3% en el cuarto trimestre del 2008. Del mismo modo, la tasa de crecimiento interanual de la financiación externa de las sociedades no financieras de la zona del euro se redujo desde un máximo del 6,3% en el primer trimestre del 2007 hasta el 2% en el cuarto trimestre del 2008, en comparación con una tasa media de crecimiento interanual del 7% para las empresas no financieras estadounidenses y del 4,4% para las sociedades no financieras de la zona del euro entre el año 2000 y el 2008.

La disminución del crecimiento de la financiación externa de las sociedades no financieras de la zona del euro estuvo asociada, fundamentalmente, al fuerte descenso de la tasa de crecimiento interanual de los préstamos bancarios, que se redujo desde un máximo del 14,9% a principios del 2008 hasta el 6,3% en

Gráfico A Crecimiento de la financiación externa de las sociedades no financieras en la zona del euro y en Estados Unidos

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Junta de Gobernadores de la Reserva Federal y BCE.

Notas: La financiación externa se refiere a los pasivos totales de las sociedades no financieras. A fin de facilitar la comparación con los datos de Estados Unidos, las acciones y otras participaciones se han consolidado, excluyendo las inversiones en acciones de las propias sociedades no financieras. Además, los préstamos entre empresas relacionadas se han consolidado excluyendo los préstamos concedidos por las sociedades no financieras dentro de la zona del euro.

1 Véase también el artículo titulado «Financiación externa de los hogares y las sociedades no financieras: comparación entre la zona del euro y Estados Unidos», en el Boletín Mensual de abril del 2009, y el recuadro titulado «Cuentas integradas de la zona del euro hasta el cuarto trimestre del 2008», en el Boletín Mensual de mayo del 2009. Para Estados Unidos se hace referencia al sector de empresas no financieras, ya que es el que mejor puede compararse con el de sociedades no financieras de la zona del euro. Para más información sobre las diferencias estadísticas entre la zona del euro y Estados Unidos, véase el recuadro que figura en el artículo del Boletín Mensual mencionado.

2 Para facilitar la comparación con Estados Unidos, las acciones y otras participaciones se han consolidado excluyendo la inversión en acciones del sector de sociedades no financieras para este sector. Además, los préstamos entre empresas relacionadas se han consolidado excluyendo los préstamos concedidos por las sociedades no financieras dentro de la zona del euro.

marzo del 2009. En Estados Unidos, en general, la importancia de los préstamos bancarios en la financiación externa total de las empresas no financieras es menor (véase la siguiente sección del recuadro). No obstante, se ha observado una evolución similar a la de la zona del euro, ya que el crecimiento interanual de los préstamos comerciales e industriales descendió desde un máximo del 21,1% a principios del 2008 hasta el 4,3% en marzo del 2009, en comparación con una tasa media de crecimiento interanual, entre el 2000 y el 2008, del 8,5% para los préstamos concedidos por las IFM a sociedades no financieras de la zona del euro, y del 5,7% en el caso de los préstamos comerciales e industriales en Estados Unidos. El fuerte descenso del crecimiento de los préstamos bancarios en ambas áreas económicas estuvo relacionado con una pronunciada desaceleración de la actividad económica y con un considerable endurecimiento de los criterios aplicados para la concesión de préstamos o líneas de crédito durante las turbulencias financieras, si bien las condiciones de financiación de las sociedades no financieras habían sido muy favorables durante un largo período antes de las turbulencias. Además del deterioro de las perspectivas económicas, la situación de los balances de las entidades de crédito y el aumento de sus costes de financiación durante las perturbaciones financieras han contribuido a que las entidades apliquen criterios más estrictos para conceder préstamos a empresas. Al mismo tiempo, es probable que la aceleración de la tasa de crecimiento interanual de los préstamos bancarios hasta principios del 2008, especialmente en Estados Unidos, haya estado relacionada con efectos de sustitución, ya que la financiación de mercado se ha visto seriamente dificultada durante las perturbaciones financieras (véase también la siguiente sección).

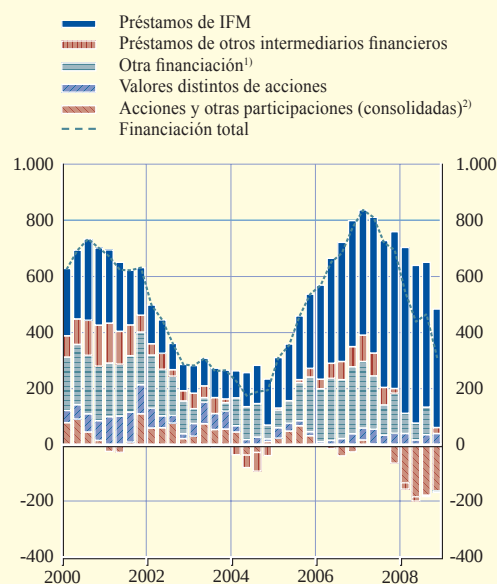
Composición de la financiación externa

Al desglosar la financiación externa de las sociedades no financieras por componentes se observan importantes diferencias entre la financiación externa de las sociedades no financieras de la zona del euro y la de las empresas no financieras de Estados Unidos.

En la zona del euro, los préstamos de las IFM representan tradicionalmente el grueso de la financiación externa de las sociedades no financieras (véase gráfico B). En un entorno de condiciones favorables para la concesión de préstamos bancarios, su participación en la financiación externa fue del 60% (a partir de las transacciones anuales) en el segundo trimestre del 2007, es decir, antes de que comenzaran las turbulencias financieras, y del 56%, en promedio, entre el 2000 y el 2008. En comparación con los préstamos de las IFM, los valores distintos de acciones emitidos por las sociedades no financieras y los préstamos otorgados por otros intermediarios financieros (OIF) tienen una importancia más limitada en la financiación externa de las sociedades no financieras de la zona del euro, y respectivamente representaron el 10% y el 6%, en promedio, de la financiación externa entre el 2000 y el 2008. Para facilitar la comparación con Estados Unidos, se ha

Gráfico B Desglose de la financiación de las sociedades no financieras de la zona del euro

(suma móvil de cuatro trimestres de las transacciones; mm de euros)



Fuente: BCE.

1) «Otra financiación» incluye otras cuentas pendientes de pago, derivados financieros y los compromisos directos por pensiones. A fin de facilitar la comparación con los datos de Estados Unidos, los préstamos entre empresas relacionadas se han consolidado, excluyendo los préstamos concedidos por las sociedades no financieras dentro de la zona del euro.

2) A fin de facilitar la comparación con los datos de Estados Unidos, las acciones y otras participaciones se han consolidado, excluyendo las inversiones en acciones de las propias sociedades no financieras.

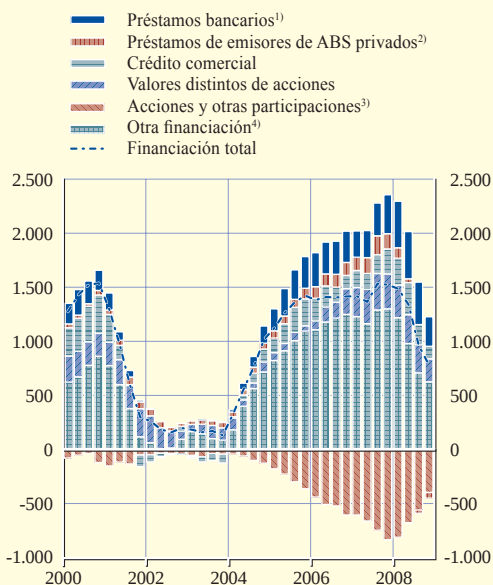
utilizado la convención contable de consolidar la emisión de acciones de las sociedades no financieras de la zona del euro con su inversión en este tipo de valores. Esta consolidación reduce notablemente la importancia de las acciones, hasta una proporción relativamente reducida de la financiación externa de este sector, ya que las sociedades no financieras son destacados tenedores de acciones emitidas por este sector. En comparación, en términos no consolidados, las acciones y otras participaciones representan el 32% de los pasivos totales de las sociedades no financieras, debido principalmente a las acciones no cotizadas. La «otra financiación» de las sociedades no financieras de la zona del euro, integrada principalmente por «otras cuentas pendientes de pago», que también incluyen el crédito comercial, supuso el 28%, en promedio, de la financiación externa entre el 2000 y el 2008.

Entre el tercer trimestre del 2007 y el cuarto trimestre del 2008 (el más reciente para el que se dispone de datos de las cuentas de la zona del euro), cuando las turbulencias financieras se intensificaron tras la quiebra de Lehman Brothers, la financiación de mercado, incluida la titulación, de las sociedades no financieras se vio seriamente dificultada. Esto aumentó la importancia de los préstamos de las IFM en la financiación externa de este sector en la zona del euro, hasta alcanzar una ratio de más del 100% (a partir de las transacciones anuales), en promedio, durante este período, que estuvo asociado a transacciones netas negativas en otros instrumentos de financiación. Es probable que la disminución de la importancia de los préstamos de otros intermediarios financieros (con una cuota media del 1,5% en la financiación externa en el período analizado) hasta registrar, en algunos trimestres, transacciones netas negativas haya estado relacionada con la reducción de las operaciones de titulación fuera de balance o real y de los préstamos sindicados de las sociedades no financieras durante las turbulencias financieras. Aunque la emisión de valores distintos de acciones por parte de este sector también resultó negativamente afectada por las turbulencias, la mayor parte de las transacciones siguieron siendo positivas en niveles relativamente reducidos (con una participación media en la financiación externa del 7% entre el tercer trimestre del 2007 y el cuarto trimestre del 2008). La emisión neta de acciones pasó a ser considerablemente negativa, debido al aumento de adquisiciones de este tipo de valores, mientras que la emisión de acciones se redujo durante el período. Además, se registró un descenso de la participación de la «otra financiación» de las sociedades no financieras de la zona del euro, hasta una media del 14%. Tanto el crédito comercial entre sociedades no financieras, que disminuyó de forma paralela a la desaceleración económica, como los derivados financieros, que resultaron bastante afectados por las turbulencias, se redujeron entre el tercer trimestre del 2007 y el cuarto trimestre del 2008.

En cuanto a Estados Unidos, la importancia de los préstamos bancarios para la financiación externa de las empresas no financieras es considerablemente menor que en la zona del euro (véase gráfico C). En

Gráfico C Desglose de la financiación de las empresas no financieras de Estados Unidos

(suma móvil de cuatro trimestres de las transacciones; mm de dólares estadounidenses)



Fuente: Junta de Gobernadores de la Reserva Federal.

- 1) Entidades de crédito, entidades de ahorro y cooperativas de crédito.
- 2) Préstamos de emisores privados de bonos de titulación.
- 3) Emisión neta de acciones y otras participaciones menos adquisición neta de acciones y otras participaciones.
- 4) No se dispone de un desglose más detallado.

promedio, entre el 2000 y el 2008, los préstamos bancarios representaron un 14% de la financiación externa de las empresas no financieras estadounidenses. En comparación con la zona del euro, los valores distintos de acciones emitidos por las empresas no financieras desempeñan un papel mucho más relevante en la financiación externa (una media del 31% entre el 2000 y el 2008), lo que indica que el sistema financiero de Estados Unidos se basa más en el mercado que el de la zona del euro, con una mayor base en la financiación bancaria. Además, la titulización y la sindicación de préstamos adquirieron considerable importancia para las empresas no financieras estadounidenses en los años anteriores a las perturbaciones financieras. En primer lugar, esto queda patente en la participación en la financiación externa de los préstamos de emisores privados de bonos de titulización de activos (el 11% en el segundo trimestre del 2007, en comparación con el 6%, en promedio, entre el 2000 y el 2008). En segundo lugar, la relevancia de la «otra financiación», que incluye, entre otras categorías, los préstamos de entidades no bancarias a las empresas no financieras, aumentó en los años anteriores a las turbulencias financieras. En parte, el considerable peso de la «otra financiación» en la financiación externa de las empresas no financieras estadounidenses puede reflejar la importancia de la titulización, lo que posiblemente esté relacionado con unas normas contables que, en comparación con la zona del euro, permiten dar de baja (eliminar) con mayor facilidad préstamos de los balances de las entidades de crédito cuando se venden a entidades no bancarias durante el proceso de titulización, así como los préstamos sindicados. Al mismo tiempo, las diferencias en la financiación externa observadas entre la zona del euro y Estados Unidos reflejan también las estructuras diferentes de los mercados financieros en las dos áreas económicas. Por último, como consecuencia de las adquisiciones realizadas en el contexto de las recompras de acciones y de las operaciones de fusión y adquisición, la emisión de acciones por parte de las empresas no financieras de Estados Unidos fue negativa durante el período analizado.

Al igual que en la zona del euro, la importancia de los préstamos bancarios en la financiación externa de las empresas no financieras de Estados Unidos ha aumentado durante las turbulencias financieras, lo que está relacionado con un entorno más difícil para la financiación de mercado, incluida la titulización. La proporción de préstamos bancarios en la financiación externa total de las empresas no financieras aumentó hasta el 30%, en promedio, entre el tercer trimestre del 2007 y el cuarto trimestre del 2008, frente al 18% del segundo trimestre del 2007. Es probable que los efectos de sustitución sean más relevantes en Estados Unidos que en la zona del euro, debido a la mayor importancia de los valores distintos de acciones emitidos por las empresas no financieras estadounidenses que de los emitidos por sus homólogas de la zona del euro. Además, los préstamos de emisores privados de bonos de titulización de activos y la «otra financiación» (basados en las transacciones anuales) disminuyeron considerablemente durante este período, reflejando unas condiciones en los mercados que plantean serios obstáculos para las operaciones de titulización y los préstamos sindicados. Al igual que en la zona del euro, el crédito comercial entre empresas no financieras se redujo sustancialmente hacia finales del 2008, lo que estuvo relacionado con el descenso de la actividad económica. Por último, la emisión de acciones por parte de las empresas no financieras siguió siendo negativa, pero en menor medida, lo que puede estar asociado a unas condiciones menos propicias para la recompra de acciones y para fusiones y adquisiciones, en un contexto de disminución de la rentabilidad empresarial.

Conclusiones

En general, las turbulencias financieras han causado un impacto de magnitud considerable sobre el volumen y la composición de la financiación externa de las sociedades no financieras en la zona del euro y en Estados Unidos. En ambas áreas económicas, la importancia de los préstamos bancarios como una ratio de la financiación externa total ha aumentado, debido a que la financiación de mer-

cado, principalmente la titulización, se ha visto seriamente dificultada. Es posible que esta evolución haya sido más acentuada en Estados Unidos que en la zona del euro, como consecuencia de la mayor relevancia de la emisión de valores distintos de acciones y de las mayores facilidades para dar de baja préstamos de los balances en Estados Unidos.

2.7 FLUJOS DE FINANCIACIÓN Y POSICIÓN FINANCIERA DEL SECTOR HOGARES

En el primer trimestre del 2009, las condiciones de financiación del sector hogares estuvieron determinadas por un acusado descenso de los tipos de interés aplicados por las entidades de crédito a los préstamos y créditos y por un endurecimiento neto más moderado de los criterios aplicados para la aprobación de préstamos. Desde una perspectiva histórica, la evolución del endeudamiento de los hogares fue particularmente contenida, lo que hizo que la deuda de este sector se estabilizara, mientras que la carga por intereses se redujo. Esta nueva desaceleración del endeudamiento de los hogares es acorde con la persistente y pronunciada ralentización de la evolución del mercado de la vivienda, con la debilidad de la actividad económica y con la incertidumbre en torno a las perspectivas de renta.

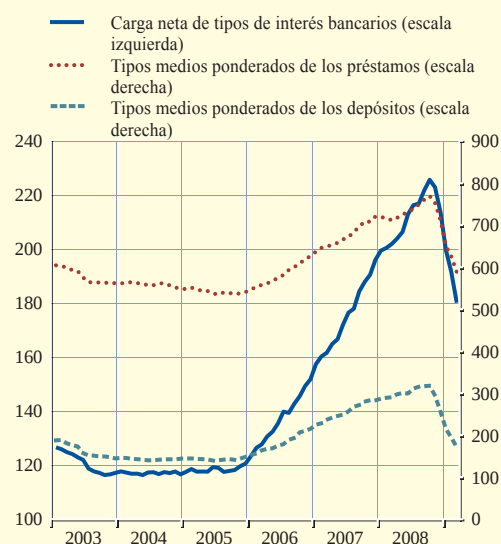
CONDICIONES DE FINANCIACIÓN

Como consecuencia de los nuevos recortes de los tipos de interés oficiales del BCE durante el primer trimestre del 2009, los tipos de interés aplicados por las IFM a los préstamos a hogares para adquisición de vivienda continuaron descendiendo de manera pronunciada (véase gráfico 35), tanto en el caso de los tipos de interés a corto plazo como a largo plazo. No obstante, esta reducción fue más acusada para los préstamos a tipo de interés variable y un período inicial de fijación del tipo hasta un año. Ciertamente, en marzo del 2009, el tipo de interés de esta modalidad de préstamo se situaba aproximadamente 220 puntos básicos por debajo del máximo registrado en octubre del 2008, hasta niveles observados por última vez en el primer trimestre del 2006. El hecho de que los tipos de interés a corto plazo aplicados por las entidades a los préstamos y créditos hayan experimentado un descenso más intenso ha modificado la estructura temporal de los tipos aplicados a los préstamos para adquisición de vivienda, y el diferencial entre los tipos de los préstamos con un período inicial de fijación largo (es decir, más de diez años) y aquellos con un período inicial de fijación corto (esto es, hasta un año) pasó a ser positivo.

En el primer trimestre del 2009 se observó, asimismo, un descenso, aunque de magnitud considerablemente menor, de los tipos de interés aplicados por las IFM al crédito al consumo. Aunque este descenso fue generalizado, fue también mayor para los tipos a corto plazo (es decir, los tipos aplicados a los préstamos a tipo de interés variable y con un período inicial de fijación del tipo hasta un año), que, en consecuencia, tendieron a situarse por debajo de los tipos a largo plazo (esto es, los tipos aplicados a los

Gráfico 34 Carga neta de tipos de interés bancarios de las sociedades no financieras

(puntos básicos)



Fuente: BCE.

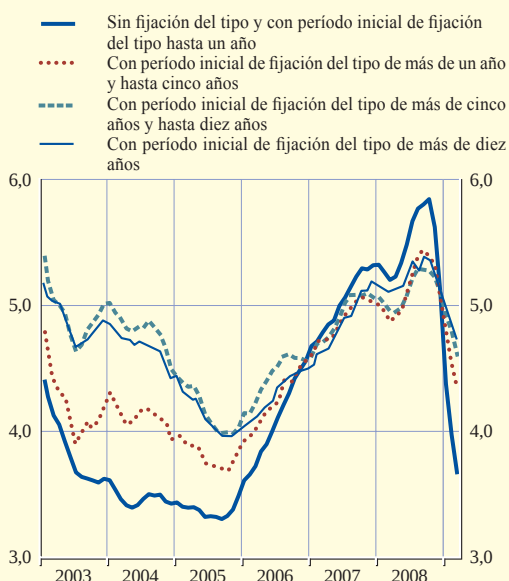
Nota: La carga neta de tipos de interés bancarios se define como la diferencia entre los tipos medios ponderados de los préstamos y los tipos medios ponderados de los depósitos del sector de las sociedades no financieras, y se basa en saldos vivos.

préstamos con período inicial de fijación del tipo de más de cinco años) en el citado trimestre. No obstante, los tipos de interés de los préstamos con período inicial de fijación del tipo de más de un año y hasta cinco años se mantuvieron en niveles sustancialmente inferiores a los aplicados a otras modalidades de crédito al consumo.

Los diferenciales entre los tipos de interés a corto plazo aplicados a los nuevos préstamos para adquisición de vivienda y los tipos de mercado a plazos similares aumentaron de nuevo en el primer trimestre del 2009. En cambio, el diferencial correspondiente de los tipos a largo plazo se estrechó ligeramente. En el caso del crédito al consumo, los diferenciales siguieron ampliándose en el primer trimestre del 2009, incrementándose en todos los tipos. En general, el elevado nivel de estos diferenciales indica que los tipos de interés aplicados por las IFM a los préstamos a hogares todavía están ajustándose a la reducción de los tipos de mercado tras el acusado recorte de los tipos de interés oficiales del BCE, con un ritmo de ajuste acorde, en líneas generales, con regularidades anteriores.

Gráfico 35 Tipos de interés aplicados por las IFM a los préstamos a hogares para adquisición de vivienda

(en porcentaje; excluidas comisiones; tipos de interés de las nuevas operaciones¹⁾)



Fuente: BCE.

Los resultados de la encuesta sobre préstamos bancarios de abril del 2009 indican que el porcentaje neto de entidades que señaló que se había producido un endurecimiento de los criterios aplicados para la aprobación de préstamos y créditos se redujo ligeramente en el primer trimestre del año, tanto en lo que se refiere a los préstamos para adquisición de vivienda como al crédito al consumo y otros préstamos. Este nuevo endurecimiento se llevó a cabo, principalmente, mediante la ampliación de los márgenes, particularmente de los de mayor riesgo en el caso de los préstamos para adquisición de vivienda. El endurecimiento de las condiciones no relacionadas con el precio, como la relación entre el principal del préstamo y el valor de la garantía y las exigencias de garantías, fue menor que en el trimestre anterior. El deterioro de las expectativas relativas a la actividad económica en general continuó siendo un destacado factor que contribuyó al endurecimiento de los criterios aplicados a todos los préstamos a hogares. En los préstamos para adquisición de vivienda, esta evolución se vio complementada por la preocupación acerca de las perspectivas del mercado de la vivienda, mientras que, en el caso del crédito al consumo y otros préstamos, las entidades participantes en la encuesta señalaron que los otros factores relevantes que contribuyeron al endurecimiento fueron el deterioro de la solvencia de los consumidores y el riesgo relativo a las garantías solicitadas. En ambos casos se indicó que el papel desempeñado por los costes de financiación y la disponibilidad de fondos de las entidades había disminuido notablemente de importancia.

FLUJOS DE FINANCIACIÓN

La tasa de crecimiento interanual del total de préstamos concedidos a los hogares se redujo hasta situarse en el 3,6% en el cuarto trimestre del 2008 (el más reciente para el que se dispone de datos de las cuentas integradas de la zona del euro), desde el 4,7% del trimestre anterior. El descenso de la tasa de crecimiento del total de préstamos concedidos a hogares fue inferior al de los otorgados por las IFM, ya que la tasa de crecimiento de los préstamos de las instituciones distintas de IFM a este sector se mantuvo elevada, pese

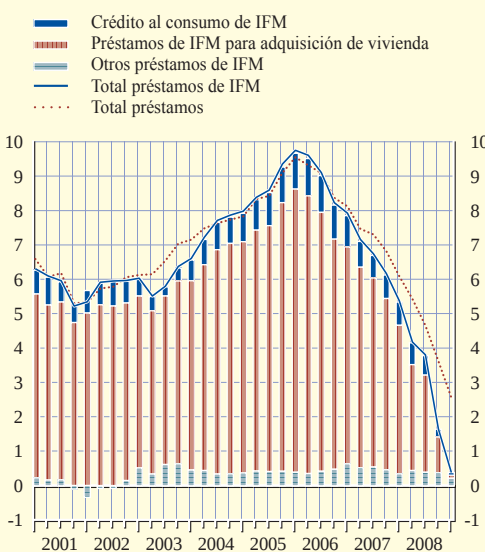
a caer ligeramente y situarse en el 14,4% en el último trimestre del 2008, desde el 15,7% del trimestre precedente. No obstante, en gran medida, esta elevada tasa de crecimiento no refleja los nuevos préstamos originados por instituciones distintas de IFM, sino más bien el efecto de las operaciones de titulación fuera de balance, en las que los préstamos se dan de baja y, por tanto, se eliminan del balance de las IFM, y posteriormente se contabilizan como préstamos de otros intermediarios financieros. Estas operaciones fueron especialmente intensas en el cuarto trimestre del 2008. Los datos disponibles sobre préstamos de las IFM sugieren que la tendencia a la baja de la tasa de crecimiento interanual del total de préstamos a hogares continuó en el primer trimestre del 2009 (véase gráfico 36).

En abril del 2009, el saldo vivo de préstamos de las IFM a hogares era más o menos igual al registrado un año antes, ya que la tasa de crecimiento interanual sólo fue del 0,1%, frente al 0,9% y el 2,8% del primer trimestre del 2009 y el cuarto trimestre del 2008, respectivamente. La evolución a corto plazo, medida por la tasa de crecimiento de tres meses anualizada, continuó siendo negativa en abril. No obstante, si se tiene en cuenta el efecto de la eliminación de préstamos sobre los balances de las IFM como consecuencia de las operaciones de titulación (que, en la zona del euro, afecta principalmente a los préstamos para adquisición de vivienda), se estima que los flujos netos mensuales de préstamos a hogares se han mantenido positivos, si bien en niveles moderados. Aunque la reducción de la tasa de crecimiento interanual de los préstamos concedidos por las IFM a los hogares en los últimos meses es acorde con la tendencia a la baja observada desde principios del 2006, las tasas de crecimiento actuales se sitúan en niveles bastante inferiores al mínimo anterior, registrado en el cuarto trimestre del 2001. Esta contenida evolución del endeudamiento es acorde con la marcada desaceleración de la evolución del mercado de la vivienda, la debilidad de la actividad económica y la incertidumbre en torno a las perspectivas de renta, y debe considerarse en contexto, teniendo en cuenta que el nivel de endeudamiento de los hogares es superior, en general, al observado en ciclos anteriores, lo que puede implicar que al menos determinadas partes de este sector tengan que iniciar un proceso de desapalancamiento. Al mismo tiempo, los resultados de la encuesta sobre préstamos bancarios indican que las consideraciones relacionadas con la situación del sector bancario, como la disponibilidad de fondos, pueden haber seguido influyendo en el acceso de los hogares al crédito.

La desaceleración del crecimiento interanual de los préstamos concedidos por las IFM a los hogares refleja la evolución del endeudamiento para adquisición de vivienda, el principal subcomponente de los préstamos a este sector, y del crédito al consumo. La tasa de crecimiento interanual de los préstamos para adquisición de vivienda se tornó negativa en abril y se situó en el -0,2%, desde el 0,7% y el 2,9% del primer trimestre del 2009 y el cuarto trimestre del 2008, respectivamente. La tasa de crecimiento interanual del crédito al consumo también pasó a ser negativa en abril y fue del -0,4%, desde el 1,3% y el 3,2% del primer trimestre del 2009 y el cuarto trimestre del 2008, respectivamente.

Gráfico 36 Total de préstamos concedidos a los hogares

(tasas de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales; fin de trimestre)



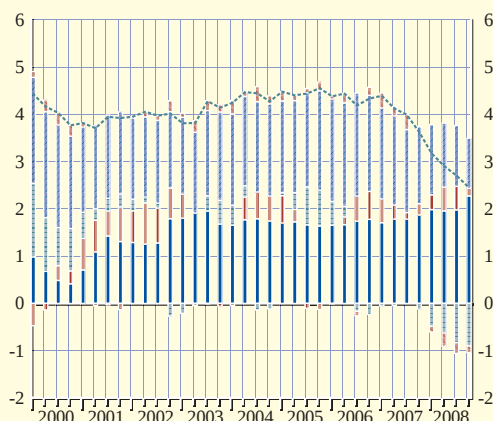
Fuente: BCE.

Notas: El total de préstamos comprende los préstamos a hogares concedidos por todos los sectores institucionales, incluido el resto del mundo. El total de préstamos concedidos a los hogares en el primer trimestre del 2009 se ha estimado a partir de las operaciones que figuran en las estadísticas monetarias y bancarias. Para información sobre las diferencias en el cálculo de las tasas de crecimiento entre préstamos de las IFM y total de préstamos, véanse las notas técnicas pertinentes.

Gráfico 37 Inversión financiera de los hogares

(tasas de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales)

- Efectivo y depósitos
- Valores distintos de acciones, excluidos derivados financieros
- Acciones y otras participaciones
- Reservas técnicas de seguro
- Otros¹⁾
- Activos financieros totales



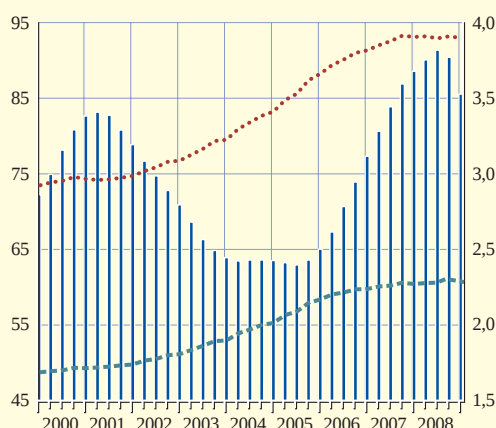
Fuentes: BCE y Eurostat.

1) Incluye préstamos, otras cuentas pendientes de cobro y derivados financieros.

Gráfico 38 Endeudamiento y pagos de intereses de los hogares

(en porcentaje)

- Pagos de intereses en porcentaje de la renta bruta disponible (escala derecha)
- Deuda de los hogares en relación con la renta bruta disponible (escala izquierda)
- Deuda de los hogares en relación con el PIB (escala izquierda)



Fuentes: BCE y Eurostat.

Notas: La deuda de los hogares comprende el total de préstamos a los hogares concedidos por todos los sectores institucionales, incluido el resto del mundo. Los pagos de intereses no incluyen todos los costes financieros de los hogares, ya que excluyen las comisiones por servicios financieros. Los datos del último trimestre que se muestra se han estimado en parte.

En cuanto al activo del balance del sector hogares de la zona del euro, la tasa de crecimiento interanual de la inversión financiera total continuó con la tendencia a la baja observada desde el 2007 y se situó en el 2,4% en el cuarto trimestre del 2008, desde el 2,7% del trimestre anterior (véase gráfico 37). Esta evolución estuvo impulsada, fundamentalmente, por el aumento de las ventas netas de acciones y otras participaciones, así como por la menor acumulación neta de valores distintos de acciones y reservas técnicas de seguro. En cambio, la inversión de los hogares en efectivo y depósitos siguió siendo intensa, reflejando su preferencia por activos seguros y líquidos, dada la elevada incertidumbre y el deterioro de la confianza a finales del 2008. La inversión en estos activos representó alrededor del 90% de la tasa de crecimiento interanual de la inversión financiera del sector hogares.

POSICIÓN FINANCIERA

La continuada desaceleración del endeudamiento de los hogares ha hecho que la deuda de este sector se estabilice en los últimos trimestres. La deuda de los hogares en relación con la renta disponible ha fluctuado en torno al 93% desde el primer trimestre del 2008, y se estima que prácticamente no se ha modificado en el primer trimestre del 2009 (véase gráfico 38). De igual modo, se calcula que la deuda en relación con el PIB de este sector prácticamente no experimentó variaciones en el primer trimestre del 2009 y se situó en el 61%, tras un ligero aumento en el 2008. Variaciones más pronunciadas se han observado en la carga de intereses de los hogares, que se estima que volvió a descender hasta situarse en el 3,5% de la renta disponible en el primer trimestre del 2009, frente al 3,8% del trimestre precedente. Esta evolución refleja el impacto de la disminución de los tipos de interés, particularmente de los aplicados a los préstamos a tipo de interés variable.

3 PRECIOS Y COSTES

Según el avance de Eurostat, la inflación interanual medida por el IAPC de la zona del euro cayó hasta el 0% en mayo, desde el 0,6% de abril. El nuevo descenso de las tasas de inflación había sido anticipado y refleja, principalmente, los efectos de base derivados de las marcadas fluctuaciones que los precios mundiales de las materias primas han ido experimentando en los doce últimos meses. Están apareciendo crecientes señales de una reducción más generalizada de las presiones inflacionistas. Los indicadores disponibles muestran que, hasta el momento, el fuerte descenso de la inflación no ha estado acompañado de una tasa comparable de descenso de los costes laborales. La tasa de crecimiento interanual de los salarios negociados se mantuvo en un nivel elevado, el 3,2%, en el primer trimestre del 2009, frente al 3,6% del último trimestre del 2008.

Como consecuencia de efectos de base se espera que las tasas de inflación interanual sigan disminuyendo y que permanezcan temporalmente en valores negativos en los próximos meses, antes de volver a valores positivos hacia finales del 2009. En un horizonte más dilatado, se espera que los precios y costes evolucionen de forma moderada, como resultado de la actual atonía de la demanda en la zona del euro y en otros países. Según las proyecciones macroeconómicas de junio del 2009 elaboradas por los expertos del Eurosistema, la inflación interanual medida por el IAPC de la zona del euro se situará entre el 0,1% y el 0,5% en el 2009 y entre el 0,6% y el 1,4% en el 2010. Los riesgos para estas proyecciones están, en general, equilibrados.

3.1 PRECIOS DE CONSUMO

Desde finales del verano del 2008, la zona del euro se ha venido caracterizando por un rápido proceso de desinflación, principalmente impulsado por un fuerte descenso de los precios de los componentes de energía y alimentos del IAPC de la zona. Tras alcanzar una cota máxima del 4% en julio del 2008, la inflación interanual medida por el IAPC de la zona del euro ha seguido una constante trayectoria descendente, hasta caer, según el avance de Eurostat, desde el 0,6% de abril al 0% de mayo, su nivel más bajo desde el inicio de la UEM (véase cuadro 6). Aunque no se han publicado todavía las estimaciones oficiales del detalle del IAPC de mayo, la evidencia disponible sugiere que el componente de energía moderó el mes pasado la inflación interanual medida por el IAPC, como resultado de un importante efecto de base a la baja y pese al reciente aumento del precio del crudo. Se espera que la tasa de variación interanual de la inflación medida por el IAPC general de la zona del euro se torne negativa y se mantenga por debajo de cero durante algunos meses, antes de volver a subir, como consecuencia, principalmente, de efectos de base del componente energético del IAPC.

Cuadro 6 Evolución de los precios

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

	2007	2008	2008 Dic	2009 Ene	2009 Feb	2009 Mar	2009 Abr	2009 May
IAPC y sus componentes								
Índice general ¹⁾	2,1	3,3	1,6	1,1	1,2	0,6	0,6	0,0
Energía	2,6	10,3	-3,7	-5,3	-4,9	-8,1	-8,8	.
Alimentos no elaborados	3,0	3,5	2,8	2,6	3,3	2,4	1,6	.
Alimentos elaborados	2,8	6,1	3,5	2,7	2,0	1,6	1,2	.
Bienes industriales no energéticos	1,0	0,8	0,8	0,5	0,7	0,8	0,8	.
Servicios	2,5	2,6	2,6	2,4	2,4	1,9	2,5	.
Otros indicadores de precios								
Precios industriales	2,7	5,9	1,2	-0,6	-1,6	-2,9	-4,6	.
Precios del petróleo (euro/barril)	52,8	65,9	32,1	34,3	34,6	36,5	39,0	42,8
Precios de las materias primas no energéticas	9,2	4,4	-17,1	-20,7	-24,5	-24,9	-19,5	-18,7

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

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

En contraste con la evolución de la inflación medida por el IAPC general, la tasa de variación interanual del IAPC, excluidos la energía y todos los alimentos, se ha mantenido, en general, estable desde comienzos del 2007, pese a cambios significativos en el entorno macroeconómico, situándose en abril del 2009, el último mes para el que se dispone de información, en un nivel próximo a las medias de los dos últimos años. En general, las medidas de inflación subyacente que excluyen (i) la energía, o (ii) los alimentos no elaborados y la energía, o (iii) todos los alimentos y la energía han disminuido mucho menos en los últimos meses, hasta niveles que no son particularmente bajos en términos históricos. En el recuadro 4 se analiza con más detalle la evolución de determinadas medidas de la inflación subyacente en la zona del euro.

Recuadro 4

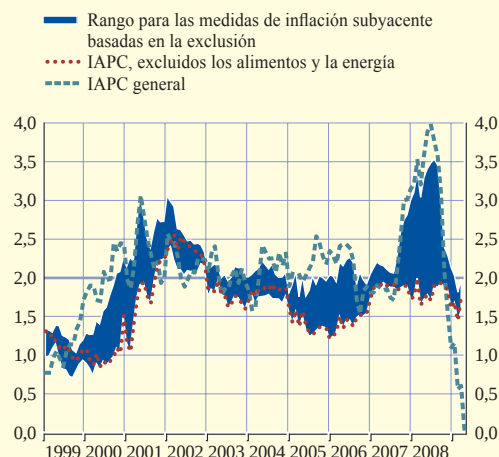
EVOLUCIÓN RECIENTE DE DETERMINADAS MEDIDAS DE LA INFLACIÓN SUBYACENTE EN LA ZONA DEL EURO

Desde julio del 2008 la tasa de variación interanual del IAPC general ha venido registrando un acusado descenso, como consecuencia, principalmente, de las marcadas caídas de los precios del petróleo y de otras materias primas. A la hora de estudiar el impacto de las fuertes caídas de estos precios y de examinar las tendencias de los precios a medio plazo, así como la naturaleza y el origen de los factores determinantes de su evolución general, es útil considerar las medidas de inflación subyacente. En este recuadro se analiza la evolución reciente de algunas de las medidas de inflación subyacente más utilizadas.

En la literatura económica se han propuesto diversas medidas de inflación subyacente¹. Se utiliza con frecuencia un conjunto de indicadores que excluyen determinados componentes del IAPC. Estos indicadores pueden clasificarse en dos grupos: las medidas permanentes (que excluyen siempre los mismos componentes, como el IAPC, excluidos los alimentos y la energía) y las medidas estadísticas (que excluyen los valores erráticos en un determinado momento, como las medias truncadas)².

Gráfico A Medidas de la inflación subyacente en la zona del euro

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Nota: Las medidas de inflación subyacente basadas en la exclusión comprenden el IAPC excluida la energía, el IAPC excluidos los alimentos no elaborados y la energía, el IAPC excluidos los alimentos y la energía, la media truncada al 10%, la media truncada al 30% y la mediana ponderada.

1 A pesar de ser intuitivamente atractivo para identificar y describir las tendencias de los precios a más largo plazo, así como la naturaleza y el origen de los factores que determinan su evolución, el concepto de inflación subyacente ha demostrado ser difícil de concretar en la práctica. Para un análisis más detallado, véase el artículo titulado «Medidas de la inflación subyacente en la zona del euro», en el Boletín Mensual de julio del 2001.

2 Las medidas basadas en la exclusión se calculan eliminando los precios de determinados componentes del índice, que se consideran particularmente volátiles. Las medidas permanentes suponen la exclusión de determinados componentes del IAPC, mientras que las medidas estadísticas excluyen las mayores y las menores variaciones de precios. Por consiguiente, el conjunto de precios de bienes y servicios excluidos de las medidas estadísticas puede variar con el tiempo.

Medidas de la inflación subyacente en la zona del euro

(tasas de variación interanual)

	2007	2008	2009 Ene	2009 Feb	2009 Mar	2009 Abr	2009 May
Inflación medida por el IAPC ¹⁾	2,1	3,3	1,1	1,2	0,6	0,6	0,0
Medidas de inflación subyacente							
Medidas permanentes basadas en la exclusión							
IAPC, excluida la energía	1,5	2,5	1,8	1,8	1,6	1,7	.
IAPC, excluidos los alimentos no elaborados y la energía	2,0	2,4	1,8	1,7	1,5	1,7	.
IAPC, excluidos los alimentos y la energía	1,9	1,8	1,6	1,7	1,4	1,8	.
Medidas estadísticas basadas en la exclusión							
Medida truncada (10%)	2,2	3,1	1,8	1,9	1,6	1,6	.
Medida truncada (30%)	2,2	2,7	2,1	2,0	1,8	1,9	.
Mediana ponderada	2,2	2,5	2,1	2,0	1,8	2,0	.

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Nota: Las medidas estadísticas basadas en la exclusión eliminan determinadas variaciones de precios, es decir, las menores y mayores variaciones de precios en el mes considerado (en términos numéricos). Por ejemplo, la media truncada al 10% excluye el 5% inferior y superior de variaciones de precios de la distribución ponderada de componentes del IAPC.

1) La inflación medida por el IAPC de mayo del 2009 es la que proporciona el avance de Eurostat.

La inflación medida por el IAPC general y las medidas de inflación subyacente basadas en la exclusión han mostrado recientemente un comportamiento notablemente divergente (véanse gráfico A y cuadro). Tras alcanzar su nivel máximo del 4% en julio del 2008, la inflación medida por el IAPC general ha bajado de forma significativa, hasta situarse en el 0,6% en marzo y abril del 2009, y Eurostat estima que ha caído al 0% en mayo del presente año. Las medidas de inflación subyacente consideradas han disminuido también desde los máximos alcanzados en el verano del 2008, aunque han registrado un descenso menos pronunciado, hasta niveles que no son particularmente bajos en términos históricos, situándose, en abril del 2009, en un estrecho rango comprendido entre el 1,6% y el 2%, sensiblemente por encima de la tasa de inflación del IAPC general. La inflación medida por el IAPC general y las medidas de inflación subyacente no habían presentado en el pasado una brecha negativa de esta magnitud, que puede atribuirse a la evolución bastante inusual de determinados componentes del IAPC, como los alimentos y la energía.

La contribución especial de los componentes de energía y alimentos se puede comprender mejor si se analiza la evolución de la tasa de variación interanual del IAPC, excluidos la energía y todos los alimentos (no elaborados y elaborados). Esta medida de la inflación subyacente ha marcado en general el límite inferior del rango de estos indicadores. En el transcurso del 2007 y el 2008 se mantuvo relativamente estable y no siguió la tendencia de otras medidas de inflación subyacente, lo que pone de relieve el importante impacto que el comportamiento de los precios de los alimentos elaborados ha tenido sobre la evolución del IAPC general, además de la incidencia de los precios de la energía. En los últimos meses se han observado niveles bastante similares de inflación medida por el IAPC, excluidos i) la energía, o ii) los alimentos no elaborados y la energía, o iii) todos los alimentos y la energía. Ello indica que el comportamiento de los precios de los alimentos no es actualmente uno de los principales factores determinantes de la evolución a corto plazo de la inflación interanual, y que los precios de la energía siguen desempeñando un papel significativo, debido también, en parte, a efectos de base.

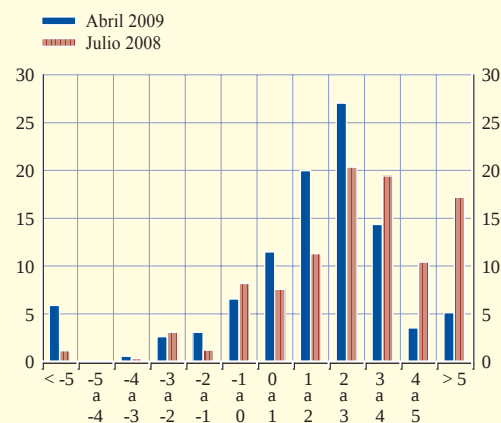
Las medidas estadísticas basadas en la exclusión eliminan simétricamente los valores extremos de la distribución de corte transversal de los componentes del IAPC. Así pues, la disminución de estas

medidas observada desde mediados del 2008, en línea con la de las medidas permanentes, sugiere que la distribución de corte transversal del IAPC se ha desplazado hacia la izquierda, es decir, hacia tasas de inflación más bajas. Este proceso de desinflación es evidente si se compara la distribución ponderada de las tasas de variación interanual de los 93 componentes del IAPC de julio del 2008 con la de abril del 2009 (véase gráfico B). En julio del 2008, cuando los precios de las materias primas impactaron con más fuerza sobre la inflación medida por el IAPC general, el grueso de la distribución (casi el 70%) registró tasas de variación interanual superiores al 2%, observándose tasas superiores al 5% en un 17% de la distribución. Por el contrario, cerca del 14% de los componentes ponderados registraron tasas inferiores al 0%. Para la media truncada al 30%, que excluye el 15% inferior y superior de variaciones de precios de la distribución ponderada, ello supone que se eliminen del cálculo los componentes con tasas de variación superiores al 5% y todos los componentes con tasas de variación negativas. En abril del 2009, sólo la mitad de los componentes del IAPC (ponderados según su porcentaje de gasto) registró tasas de variación interanual superiores al 2%, observándose tasas superiores al 5% únicamente en el 5% de los componentes, mientras que en torno al 18,5% registró tasas de variación inferiores al 0%. En consecuencia, la media truncada al 30% para abril del 2009 no excluyó todos los componentes con tasas negativas en el extremo inferior de la distribución, ni todos los componentes con tasas superiores al 3% en el extremo superior de la distribución. Aunque el porcentaje de componentes con tasas de variación interanual negativas es actualmente más elevado que la media histórica de cerca del 13% observada en el período 1999-2008, no hay indicios de descensos generalizados de los precios.

El desplazamiento de la distribución hacia tasas de inflación más bajas refleja, principalmente, la inversión del impacto directo de las anteriores subidas de los precios de las materias primas, así como la desaparición gradual de los correspondientes efectos indirectos. Dicho de otro modo, el desplazamiento de la distribución se ha producido, en gran medida, al disiparse el impacto de la evolución de los precios relativos de determinados bienes. Un examen más atento de la distribución de corte transversal de abril del 2009 (véase gráfico C) revela que los componentes con tasas de variación interanual fuertemente negativas fueron los que estuvieron más directamente relacionados con los precios del petróleo (combustibles líquidos, que incluyen los combustibles para calefacción doméstica y para vehículos privados). Algunos alimentos (aceites y grasas, leche, queso y huevos) también registraron tasas de variación interanual inferiores al 0%, debido a la corrección de los anteriores aumentos de los precios de las materias primas agrícolas y de los correspondientes efectos de base. Además, algunos componentes, como los ordenadores personales, los equipos audiovisuales y fotográficos (agrupados en equipos eléctricos) y los sistemas de grabación se situaron en el extremo inferior de la distribución. Estos componentes están sometidos a una fuerte competencia y son objeto de importantes avances técnicos y mejoras de la calidad, lo que se refleja en una persistente caída de los precios relativos. En el extremo

Gráfico B Distribución de las tasas de variación interanual de los componentes del IAPC

(en porcentaje)

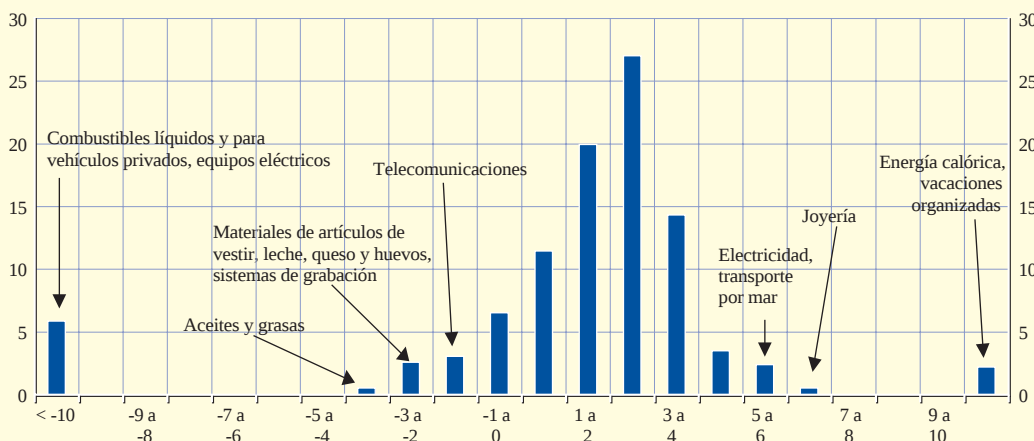


Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: El gráfico muestra la distribución de las variaciones interanuales de los precios de los 93 componentes del IAPC, ponderados por su porcentaje de gasto, para los meses de julio del 2008 y abril del 2009. Cada barra indica el porcentaje de componentes del IAPC cuyas tasas de variación interanual se sitúan en el respectivo rango.

Gráfico C Distribución de corte transversal de las tasas de variación interanual de los componentes del IAPC en abril del 2009

(en porcentaje)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

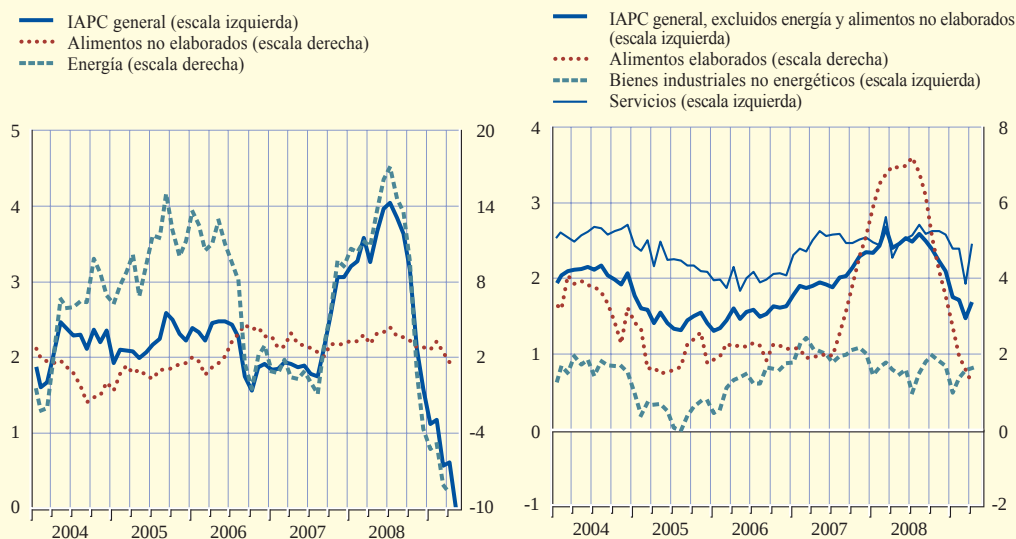
Nota: El gráfico muestra la distribución de las variaciones interanuales de los precios de los 93 componentes del IAPC, ponderados por su porcentaje de gasto, para el mes de abril del 2009. Cada barra indica el porcentaje de componentes del IAPC cuyas tasas de variación interanual se sitúan en el respectivo rango.

superior de la distribución de abril del 2009 se situaban los componentes todavía afectados por las anteriores subidas de los precios de algunas materias primas, como las utilizadas para la energía calórica y la electricidad, así como la joyería. Sin embargo, este análisis estático centrado en los datos de abril del 2009 oculta el hecho de que las tasas de variación interanual de estos componentes se han reducido gradualmente en los últimos meses, al atemperarse las presiones a lo largo de la cadena de suministro. Por el contrario, la característica de valor errático de las vacaciones organizadas no refleja más que un efecto de calendario idiosincrásico relacionado con las fechas más tardías en que cayó la Semana Santa en el 2009 (con el correspondiente máximo registrado en las actividades relacionadas con las vacaciones), en comparación con el 2008, lo que tuvo una incidencia al alza sobre la comparación interanual de los precios de las vacaciones organizadas en abril del 2009. Cabe destacar que la parte más importante de la distribución (más del 70%) registró valores comprendidos entre el 0% y el 4% en abril.

En resumen, en los últimos meses las medidas de inflación subyacente más utilizadas se han mantenido en niveles que sugieren que las tendencias a medio plazo de la inflación medida por el IAPC están, en general, en línea con el objetivo del Consejo de Gobierno de mantener las tasas de inflación en un nivel inferior, aunque próximo, al 2% a medio plazo. En el mismo período, los niveles muy bajos de inflación fueron consecuencia, en gran parte, de la reducción del impacto de la evolución de los precios relativos de determinados bienes. Sin embargo, las medidas de inflación subyacente no proporcionan un cuadro exhaustivo de las presiones inflacionistas a medio plazo y han de complementarse con otros datos disponibles. Por otro lado, no predicen necesariamente las tendencias futuras de la inflación. No obstante, el hecho de que se sitúen actualmente en niveles muy superiores a la inflación medida por el IAPC general ofrece escasos indicios de descensos generalizados de los precios, lo que también viene confirmado por la distribución de las tasas de variación interanual de los 93 componentes del IAPC de abril, ponderados según su porcentaje de gasto, que muestran que los descensos interanuales de los precios se concentran más bien en determinados grupos claramente identificados, como los componentes relacionados con el petróleo o ciertos tipos de productos informáticos.

Gráfico 39 Desagregación del IAPC por principales componentes

(tasas de variación interanual; datos mensuales)



Fuente: Eurostat.

Por sectores, la evolución de los precios internacionales de las materias primas ha estado en el origen de la volatilidad de los precios de los componentes de energía y alimentos de la inflación medida por el IAPC de la zona del euro. La tasa de variación interanual del componente energético del IAPC cayó desde más del 17% registrado en julio del 2008 hasta el -8,8% de abril del 2009 (véase gráfico 39). Esta caída fue consecuencia del pronunciado descenso de los precios del crudo observado desde el pasado verano, así como de efectos de base relacionados con la escalada de los precios del crudo registrada hasta mediados del 2008, que ha afectado al perfil del componente energético de la inflación medida por el IAPC. El descenso de la inflación en la energía fue resultado, en gran medida, de la considerable reducción de los precios de componentes del IAPC como la gasolina, el gasóleo y los combustibles para calefacción, que están estrechamente relacionados con los precios internacionales del crudo, aunque el comportamiento de los precios de estos componentes se ha visto también afectado por la volatilidad de los márgenes del refinado de los combustibles líquidos (gasolina, gasóleo y combustibles para calefacción). Desde principios del 2009, los márgenes del refinado del gasóleo se han contraído notablemente, mientras que, más recientemente, los márgenes de la gasolina se han ampliado ligeramente. Durante el mismo período, el descenso de las tasas de variación interanual de los componentes no energéticos del IAPC, como la electricidad y el gas, que registran normalmente una respuesta retardada a variaciones de los precios del crudo, ha contribuido también a la caída de la inflación en la energía en la zona del euro.

La tasa de variación interanual del componente de alimentos elaborados del IAPC de la zona del euro ha mostrado un perfil similar al del componente energético, alcanzando su cota máxima en el verano del 2008, cuando los precios internacionales de las materias primas también se dispararon, y descendiendo posteriormente, hasta situarse en el 1,2% en abril. La tasa de variación interanual de los precios de los alimentos no elaborados ha disminuido también en relación con los elevados niveles registrados a mediados del año pasado, situándose en el 1,6% en abril. En general, la progresiva reducción de los precios de los alimentos observada hasta el momento puede atribuirse, básicamente, al traslado a los consumidores de los anteriores descensos de los precios de las materias primas alimentarias, así como a efectos de base

a la baja. Si se examinan los precios de los alimentos con más detalle, se observa que gran parte de su abaratamiento se ha producido como consecuencia de la evolución de los subcomponentes que están más expuestos a variaciones de los precios de las materias primas, como la carne (entre los alimentos no elaborados) y los cereales, los productos lácteos, y los aceites y las grasas (entre los alimentos elaborados).

La tasa de variación interanual de los precios de los bienes industriales no energéticos se situó en el 0,8% en abril, en el mismo nivel que el mes precedente y en línea con su media del 2008. Por consiguiente, parece que la recesión que está afectando a la economía de la zona del euro no ha ejercido todavía un efecto de base a la baja particularmente intenso sobre el índice general de precios de los bienes industriales no energéticos. Más concretamente, la tasa de variación interanual de los precios de los bienes de consumo semiduradero, que representa una parte importante de los bienes industriales no energéticos y que refleja, en gran medida, la evolución de los precios de los artículos de vestir y del calzado, se ha mantenido, en general, estable desde mediados del 2008, si se hace abstracción de la volatilidad derivada de las rebajas. En abril del 2009, los precios de los textiles registraron una tasa de variación interanual prácticamente igual a la de septiembre del 2008. La tasa de variación interanual de los precios de los bienes de consumo duradero descendió ligeramente, desde cerca del -0,5% observado a mediados del 2008 hasta el -0,7% de abril del 2009, como consecuencia de la desaparición de efectos indirectos relacionados con anteriores aumentos de los precios de las materias primas, que habían tenido un notable impacto al alza sobre los precios de los muebles y la joyería hasta el tercer trimestre del 2008, y de la debilidad de la demanda de consumo, que había empujado a las empresas a ofrecer descuentos para estimular las ventas. Ello parece haber afectado especialmente a los precios de los automóviles, cuya tasa de variación interanual ha disminuido desde septiembre del 2008, hasta tornarse ligeramente negativa en abril del 2009. Sin embargo, cabe destacar que la medición de los precios no tiene en cuenta enteramente todos los descuentos y las ofertas especiales, que podrían ser particularmente relevantes para el componente de automóviles del IAPC.

Pese a la grave recesión económica registrada en la zona del euro, hasta la fecha la inflación en los servicios se ha mantenido, aunque con cierta volatilidad, en un nivel próximo a las medias de los dos últimos años y por encima de la media del período 2005-2006 anterior a la perturbación de los precios del petróleo y de los alimentos. Desde el principio del año, la tasa media de variación interanual del componente de servicios del IAPC de la zona del euro ha disminuido ligeramente, hasta el 2,3%. La volatilidad observada entre febrero y abril puede atribuirse a la evolución de los precios de los servicios personales y recreativos, que reflejaron el comportamiento de los precios de componentes como las vacaciones organizadas y el alojamiento y, en menor medida, el de los precios de los servicios de transporte. Esta volatilidad se atribuye a un efecto de calendario derivado del hecho de que la Semana Santa, que había caído en marzo en el 2008, cayó este año en abril, lo que afectó a la comparación interanual de los precios de los servicios relacionados con las vacaciones. Haciendo abstracción de la volatilidad mensual de la inflación en los servicios, las contribuciones de los componentes de servicios personales y recreativos y de transporte a la evolución del índice general de precios de los servicios, que habían sido importantes hasta el tercer trimestre del 2008, han ido disminuyendo desde entonces. Ello se debe, con toda probabilidad, a la reducción de las presiones sobre los costes de los bienes intermedios procedentes los precios de la energía y los alimentos y a la menor demanda de estos servicios. Los precios de los servicios de comunicaciones han seguido registrando tasas de variación interanual negativas, debido a la desregulación y al aumento de la competencia en este sector, ante una disminución de la demanda. Sin embargo, el descenso de la tasa de variación interanual de este componente parece haberse desacelerado ligeramente a comienzos del 2009, en comparación con la media del 2008. Por el contrario, las tasas de variación interanual de los precios de los componentes de vivienda del IAPC se han mantenido estables desde el principio del año, pese a una nueva ligera reducción de la tasa de variación interanual de los

precios de servicios relacionados con la vivienda, como los servicios domésticos y de asistencia a domicilio, y los de conservación y reparación. Esta tendencia estable se ha observado a pesar de que las tasas de variación interanual de los precios de los componentes de vivienda del IAPC registraron una trayectoria descendente entre mediados del 2007 y finales del 2008, y de que existen indicios de disminución de los precios de los inmuebles residenciales en los primeros meses del 2009 (véase sección 3.5). La inflación en los servicios de sanidad, educación y financieros, impulsada, en gran medida, por el impacto de cambios en los precios administrados, se ha mantenido estable, oscilando en torno al 2,1%, el nivel alcanzado en el segundo trimestre del 2008.

3.2 PRECIOS INDUSTRIALES

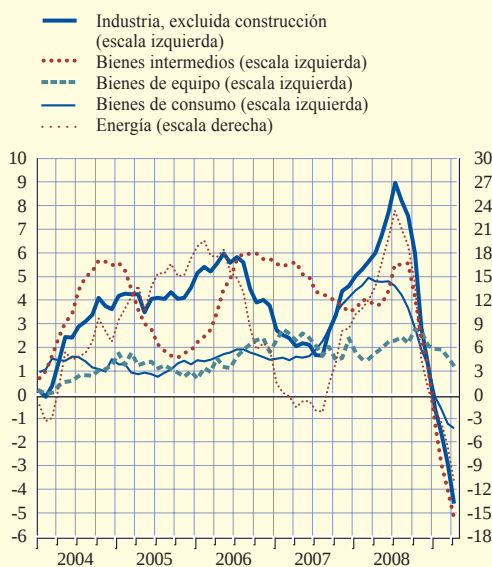
Las presiones sobre los precios a lo largo de la cadena de suministro se han reducido en los últimos meses. La disminución de la inflación en el índice de precios industriales, iniciada en agosto del 2008, después de que la tasa de variación interanual de los precios industriales, excluida la construcción, alcanzara niveles muy altos, se intensificó en los primeros meses del 2009, debido a la caída de la demanda de productos industriales y a la evolución moderada de los precios del petróleo y de las materias primas industriales. Desde el principio del año, la tasa de variación interanual de los precios industriales se ha tornado negativa, situándose en el -4,6% en abril (véase gráfico 40). Si se excluyen la energía y la construcción, la tasa de variación interanual cayó al -2,4% en el mismo mes.

El pronunciado descenso de la tasa de variación interanual de los precios industriales, inicialmente impulsado, en particular, por los precios de la energía y de los bienes intermedios, se ha generalizado en los últimos meses, y algunos componentes de la última fase del proceso de producción han registrado también tasas de variación interanual negativas. Como consecuencia, principalmente, de la disminución de los precios de los bienes de consumo no duradero, reflejo, a su vez, de la reducción de los precios de los alimentos relacionada con la inversión de la perturbación que afectó a estos precios, la tasa de variación interanual de los precios de los bienes de consumo se tornó negativa en enero, situándose en el -1,4% en abril. La tasa de variación interanual de los precios de los bienes de equipo ha seguido bajando, hasta alcanzar el 1,2% en abril, como resultado de la disminución de los costes de los bienes intermedios y de la caída de la demanda.

La información más reciente procedente de las encuestas sobre fijación de precios por parte de las empresas indica, sin embargo, que las presiones latentes sobre la inflación están reduciéndose más lentamente (véase gráfico 41). Por lo que se refiere a la encuesta a los directores de compras, todos los índices, salvo el relativo a los precios de los bienes intermedios en el sector servicios, se han elevado tras varios meses de fuertes caídas que los llevaron a mínimos históricos. Esta estabilización en niveles reducidos concuerda con los datos de la economía real procedentes de las encuestas. En el sector manufacturero, el índice de precios de los bienes intermedios y el índice de precios de producción aumentaron en mayo por segundo mes consecutivo, aunque se mantuvieron por debajo del umbral de 50. En el sector servicios, el índice de precios de los bienes intermedios permaneció prácticamente sin cambios en mayo, mientras que el índice de precios cobrados se elevó más que en el mes anterior, aunque siguió en niveles muy reducidos. Con todo, esta evolución reciente indica que las empresas están todavía centrándose en la competitividad en términos de precios en distintas fases del proceso de producción, por lo que siguen señalando que los precios de los bienes intermedios y los precios de producción están bajando, en comparación con el mes precedente. Sin embargo, en lo que respecta a los precios de producción, la evolución reciente indica que no se está observando una aceleración de los recortes de precios por parte de las empresas con el fin de estimular las ventas.

Gráfico 40 Desagregación de los precios industriales

(tasas de variación interanual; datos mensuales)



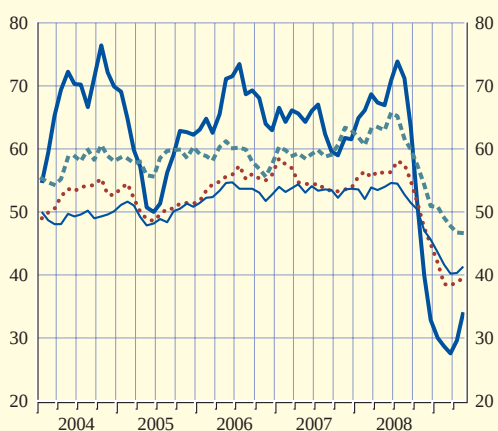
Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

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

Gráfico 41 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.

3.3 INDICADORES DE COSTES LABORALES

Según los indicadores disponibles, el pronunciado descenso de la inflación en los precios de consumo y el actual proceso de desinflación en los precios industriales no se han visto acompañados, de momento, de una tasa comparable de descenso de los costes laborales (véanse gráfico 42 y cuadro 7). La tasa de crecimiento interanual de los salarios negociados, el único indicador de costes laborales de la zona del euro actualmente disponible para el 2009, bajó al 3,2% en el primer trimestre, desde el 3,6% registrado en el último trimestre del 2008, cuando el crecimiento de los salarios negociados estuvo impulsado por unos pagos extraordinarios realizados en una economía de gran tamaño de la zona del euro. Por lo tanto, el crecimiento interanual de los salarios se ha mantenido en niveles elevados en la zona del euro, tras los fuertes aumentos registrados en el 2008 como consecuencia de las tensiones en los mercados de trabajo y de la iniciación de los salarios con anteriores tasas de inflación temporalmente altas en algunos países. El nivel de este indicador en el último trimestre del 2008 y el primer trimestre del 2009 puede atribuirse a la duración de los convenios colectivos (aproximadamente dos años) en la zona del euro. En efecto, un elevado número de contratos laborales se firmaron antes de que la inflación medida por el IAPC empezara a descender y que la actividad económica de la zona del euro comenzara a contraerse.

Otros indicadores del crecimiento salarial descendieron en el cuarto trimestre del 2008, aunque permanecieron en niveles muy altos. 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 descontara esta caída, el crecimiento de los costes

Cuadro 7 Indicadores de costes laborales

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

	2007	2008	2008 I	2008 II	2008 III	2008 IV	2009 I
Salarios negociados	2,1	3,2	2,8	2,9	3,4	3,6	3,2
Costes laborales totales por hora	2,7	3,5	3,5	2,6	4,2	3,8	.
Remuneración por asalariado	2,5	3,2	3,1	3,2	3,4	3,0	.
<i>Pro memoria:</i>							
Productividad del trabajo	0,9	-0,1	0,6	0,4	-0,1	-1,7	.
Costes laborales unitarios	1,6	3,3	2,4	2,8	3,5	4,8	.

Fuentes: Eurostat, datos nacionales y cálculos del BCE.

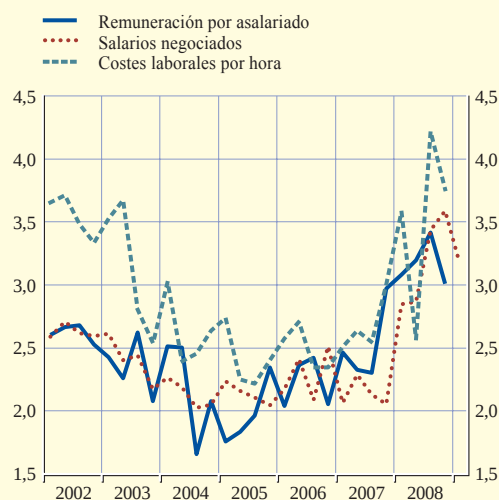
laborales por hora sería menor en el cuarto trimestre del 2008. Por sectores, se observa que el aumento de los costes laborales por hora fue más acusado en los sectores de industria y construcción, como resultado, probablemente, de una mayor reducción de las horas trabajadas (véase gráfico 43).

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 en el cuarto trimestre, ello podría sugerir que las empresas han tomado medidas activas para reducir los costes laborales. Al mismo tiempo, la productividad por asalariado disminuyó hasta el -1,7% en el último trimestre del 2008, desde el -0,1% del trimestre anterior (véase sección 4.2). En consecuencia, el crecimiento interanual de los costes laborales activamente unitarios se aceleró notablemente, desde el 3,5% del tercer trimestre del 2008, hasta el 4,8% del cuarto trimestre, la tasa de crecimiento interanual más elevada registrada en más de una década.

Parece probable que las presiones salariales seguirán reduciéndose en el futuro, en vista de las débiles perspectivas de crecimiento económico de la zona del euro. Los mercados de trabajo evolucionan en general con retraso respecto a la actividad económica, cuyo rápido ritmo de contracción en la zona del euro debería suponer un ajuste bastante acusado de las presiones salariales a la caída de la producción en la presente recesión. La información procedente de otras fuentes relevantes indica que las empresas están intentando reducir sus costes laborales en mayor proporción que a finales del 2008, adoptando distintas medidas, como reducciones de las horas de trabajo y recortes de las primas y prestaciones (véase recuadro 6). Es probable que estas medidas provoquen en los próximos trimestres una importante «deriva salarial» negativa, que se refiere a la parte del crecimiento de la remuneración por asalariado que no se explica por el crecimiento de los sueldos y salarios negociados y/o las cotizaciones sociales (véase el recuadro titulado «Evolución reciente de la deriva salarial en la zona del euro», en el Boletín Mensual de octubre del 2006). En consecuencia, la

Gráfico 42 Indicadores de costes laborales

(tasas de variación interanual; datos trimestrales)



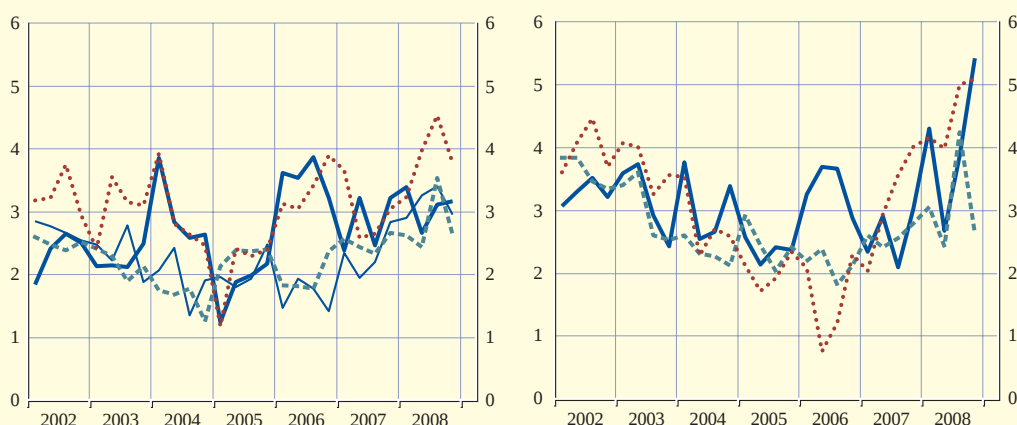
Fuentes: Eurostat, datos nacionales y cálculos del BCE.
Nota: Los datos se refieren a la zona del euro, incluida Eslovaquia.

Gráfico 43 Evolución de los costes laborales por sectores

(tasas de variación interanual; datos trimestrales)

— Industria, excluida construcción – RPA
 Construcción – RPA
 - - - Servicios de mercado – RPA
 — Servicios – RPA

— Industria, excluida construcción – ICL por hora
 Construcción – ICL por hora
 - - - Servicios de mercado – ICL por hora



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.

remuneración por asalariado evolucionará probablemente de forma más moderada que los salarios negociados. Mientras que se espera que estas medidas den lugar a una desaceleración del crecimiento de la remuneración por asalariado, su impacto sobre la tasa de crecimiento de la remuneración por hora trabajada podría ser neutro o positivo. En última instancia, dependería de si los empresarios recortan la remuneración totalmente en función de las horas trabajadas o en menor medida. Pese a una evolución posiblemente más moderada de la remuneración por asalariado, es probable que el crecimiento de los costes laborales unitarios se haya acelerado en el primer trimestre del 2009, debido a una mayor caída de la productividad que la observada en el último trimestre del 2008.

3.4 EVOLUCIÓN DE LOS BENEFICIOS EMPRESARIALES

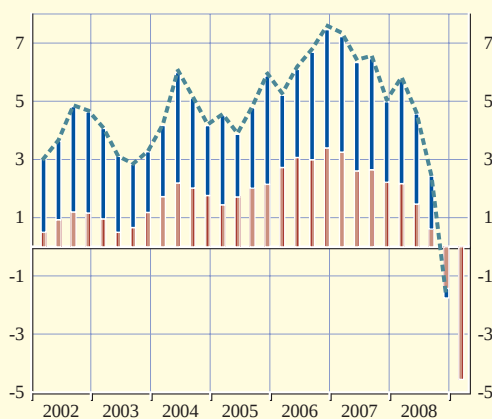
El crecimiento de los beneficios empresariales disminuyó considerablemente y a un ritmo acelerado en el segundo semestre del 2008, manteniendo la tendencia a la baja observada desde mediados del 2007. Sobre la base de los datos de contabilidad nacional, el crecimiento interanual de los beneficios de las empresas de la zona del euro se redujo en un 1,8% en el cuarto trimestre del 2008, hasta situarse en el nivel más bajo registrado hasta la fecha. Este descenso fue consecuencia de la caída de la actividad económica (volumen) y del descenso de los beneficios por unidad de producto (margen) (véase gráfico 44). La desaceleración del crecimiento de los márgenes fue resultado del elevado crecimiento de los costes laborales unitarios (el 4,8%, en tasa interanual), que se produjo pese a la reducción de las presiones sobre los precios de los bienes intermedios, como consecuencia, principalmente, de la evolución de los precios del petróleo y de otras materias primas.

Por lo que se refiere a la evolución registrada en las principales ramas de actividad (industria y servicios de mercado), el descenso del crecimiento de los beneficios en el cuarto trimestre del 2008 fue particularmente pronunciado en la industria, debido a la mayor caída de la actividad, a su carácter más cíclico y al mayor au-

Gráfico 44 Detalle del crecimiento de los beneficios por producto y beneficio por unidad de producto

(tasas de variación interanual; datos trimestrales)

— Beneficio por unidad de producto
 ■ Producto (crecimiento del PIB)
 - - - Beneficios (excedente bruto de explotación)

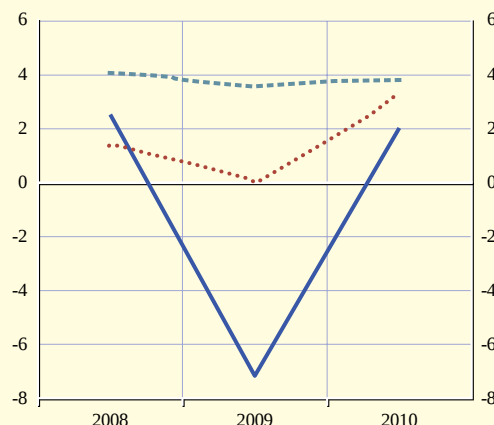


Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Gráfico 45 Expectativas de beneficios empresariales de la zona del euro publicadas por Consensus Economics

(tasas de variación interanual; datos anuales)

— Encuesta de Consensus Economics (mayo 2009)
 ... Encuesta de Consensus Economics (noviembre 2008)
 - - - Encuesta de Consensus Economics (mayo 2008)



Fuentes: Consensus Economics y cálculos del BCE.

mento de los costes laborales unitarios en este sector. Durante el mismo período, la tasa de crecimiento de los beneficios en los servicios de mercado se situó en valores positivos, aunque en un nivel históricamente bajo. Más allá del periodo que abarcan los datos de contabilidad nacional disponibles, la actual contracción de la actividad económica probablemente ejercerá presiones adicionales a la baja sobre los beneficios empresariales en el transcurso del 2009. El gráfico 45 muestra que, en comparación con las previsiones anteriores, los participantes en las encuestas realizadas por Consensus Económicas en mayo revisaron marcadamente a la baja su valoración de las perspectivas de crecimiento de los beneficios para el 2009 y, en menor medida, para el 2010. No obstante, se espera un repunte del crecimiento de los beneficios en el 2010, también sugerido por los analistas de los mercados de valores (véase gráfico 29). Las revisiones a la baja de los beneficios empresariales en la zona del euro probablemente tendrán repercusiones negativas sobre las perspectivas de empleo y de inversión.

3.5 PRECIOS DE LOS INMUEBLES RESIDENCIALES EN LA ZONA DEL EURO

Tal y como se describe con más detalle en el recuadro 5, los últimos datos disponibles indican que el crecimiento interanual de los precios de la vivienda ha seguido disminuyendo en el 2008, con lo que ha proseguido la moderación tendencial observada tras la escalada de los precios registrada hasta el 2005.

Recuadro 5

EVOLUCIÓN RECIENTE DEL MERCADO DE LA VIVIENDA EN LA ZONA DEL EURO

El crecimiento de los precios de la vivienda en la zona del euro continuó reduciéndose en el 2008, manteniéndose, así, la tendencia de moderación que siguió al considerable incremento de los precios observado en el período transcurrido hasta el 2005. En este recuadro se examina la evolución reciente de los precios de los inmuebles residenciales en la zona del euro, se relaciona su evolución con algunos factores de oferta y demanda de vivienda y se evalúan las perspectivas de dichos precios¹.

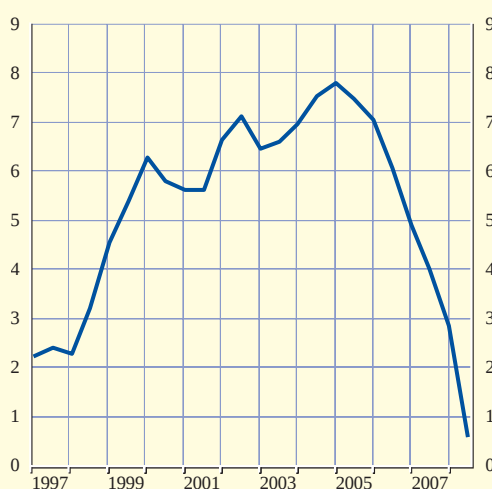
Los datos más recientes indican una constante e ininterrumpida tendencia a la baja en la tasa de crecimiento de los precios de los inmuebles residenciales en la zona del euro en el segundo semestre del 2008². Según los últimos datos disponibles, el crecimiento interanual de los precios de la vivienda en la zona se situó en el 0,6% en el segundo semestre del 2008, sustancialmente por debajo del máximo del 7,7% alcanzado en el primer semestre del 2005 (véase gráfico A). En general, el crecimiento de los precios de la vivienda ha caído considerablemente por debajo del incremento medio interanual del 6,6% registrado durante el período 1999-2005: una apreciación de los precios de la vivienda de casi el 50% en términos acumulados (véase cuadro).

En el año 2008 y principios del 2009 se registró una acusada ralentización en el crecimiento de los precios de los inmuebles residenciales en la mayoría de los países de la zona del euro, apuntando los últimos datos disponibles a una clara reducción interanual de los precios de la vivienda al menos en seis países (véase cuadro). En general, los datos parecen sugerir que los países en los que se observaron los mayores aumentos de precios en los años transcurridos hasta el 2005 suelen ser aquellos que están experimentando actualmente la corrección más pronunciada.

La pérdida de impulso registrada en el crecimiento de los precios de la vivienda en la zona del euro ha estado asociada con una moderación tanto de la oferta como de la demanda de vivienda en la zona. Un factor de demanda utilizado ampliamente es el indicador de accesibilidad simple o estrecho, que se define como la ratio de la renta disponible de los hogares en relación con el índice de precios de la vivienda. Dado que la renta real per cápita no mantuvo el mismo ritmo que el crecimiento de los precios de la vivienda en la zona del euro, durante el período 1998-2006 se produjo una caída del indicador (véase grá-

Gráfico A Precios de los inmuebles residenciales en la zona del euro

(tasas de variación interanual; datos semestrales)



Fuente: Cálculos del BCE basados en datos nacionales.

Nota: El agregado de los precios de los inmuebles residenciales de la zona del euro se calcula a partir de series nacionales que incluyen más del 90% del PIB de la zona del euro para el período completo.

1 Para un análisis detallado de los indicadores de demanda y de oferta de vivienda, véase el artículo titulado «Análisis de la evolución de los precios de la vivienda en la zona del euro», en el Boletín Mensual de febrero del 2006.

2 Cabe observar que existe un elevado grado de incertidumbre en los datos utilizados para examinar la evolución de los precios de la vivienda que se deriva, en concreto, de asuntos relacionados con la cobertura, el control de calidad y la representatividad.

Precios de los inmuebles residenciales en la zona del euro

(tasas de variación interanual)

	Ponderación (%)	1999-2005 Variación interanual media	2006	2007	2008	2008		2008				2009
						Primer semestre	Segundo semestre	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	2,7	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	1,2	3,7	-1,1	4,3	3,0	0,8	-3,0	-6,6
Italia ²⁾	17,1	7,5	5,8	4,9	4,2	4,5	3,9	-	-	-	-	-
Chipre ²⁾	0,2	-	10,0	15,0	-	-	-	-	-	-	-	-
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	1,3	1,0	1,6	2,1	-0,2	0,7	2,5	4,3
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	-
Zona del euro	100,0	6,6	6,5	4,4	1,7	2,8	0,6	-	-	-	-	-

Fuentes: Fuentes nacionales y cálculos del BCE.

Nota: Las ponderaciones se basan en el PIB nominal del 2007.

1) Viviendas existentes (casas y apartamentos); total del país.

2) Todas las viviendas (casas y apartamentos nuevos y existentes); total del país.

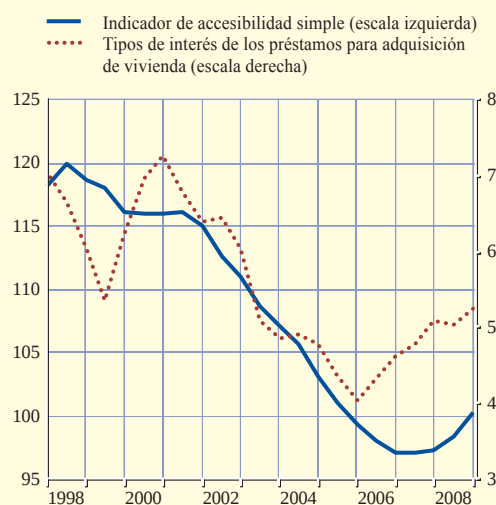
3) Hasta el 2000, datos sólo para Viena.

fico B). Aunque recientemente este indicador básico de accesibilidad ha mejorado algo, desde comienzos del 2006 las condiciones para la obtención de crédito por parte de los hogares se han endurecido, como consecuencia de un aumento general de los tipos de interés nominales aplicados a los préstamos concedidos a los hogares para adquisición de vivienda hasta la última parte del 2008, lo que ha reducido la accesibilidad a la vivienda. Más recientemente, los tipos de interés hipotecarios que aplican las IFM han disminuido, y la última encuesta sobre préstamos bancarios sugiere que, a comienzos del 2009, los criterios utilizados para la concesión de préstamos se han suavizado en cierta medida³. Pese a esta evolución de las condiciones de obtención de crédito, se ha producido un descenso continuo de la tasa de variación interanual de los préstamos a hogares para adquisición de vivienda, que ha pasado de un máximo superior al 12% a mediados del 2006 a -0,2% en abril del

3 Véase el recuadro 2 del Boletín Mensual de mayo del 2009, titulado «Resultados de la encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro de abril del 2009».

Gráfico B Indicador de accesibilidad simple y condiciones de concesión de préstamos

(índice: 2005 = 100; porcentaje anual)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Nota: El indicador de accesibilidad simple se define como la ratio entre la renta nominal disponible de los hogares y el índice nominal de precios de la vivienda. Los tipos de interés de los préstamos se calculan como el tipo aplicable a los préstamos a hogares para adquisición de vivienda con periodo inicial de fijación del tipo de más de cinco años y hasta diez años.

2009. En conjunto, todos los hechos descritos anteriormente sugieren que es probable que la demanda de vivienda siga siendo moderada.

En un entorno de moderación de la demanda de vivienda, también se han observado indicios de que la oferta de vivienda en la zona del euro está disminuyendo con rapidez. La tasa de variación interanual de la inversión residencial real en la zona del euro ha caído ininterrumpidamente, desde un máximo del 6,3% en el segundo trimestre del 2006 al -7,7% en el cuarto trimestre del 2008 (véase gráfico C). Ello ha contribuido también a que se haya producido un descenso continuo en el porcentaje de recursos dedicados a la inversión en vivienda hasta finales del 2008. El número de licencias de obra concedidas, que suele utilizarse de indicador adelantado de la inversión residencial, ha seguido contrayéndose y ha caído más de un 20% en tasa interanual a finales del 2008. Ello sugiere que, por el momento, se mantendrá la debilidad en la oferta de vivienda.

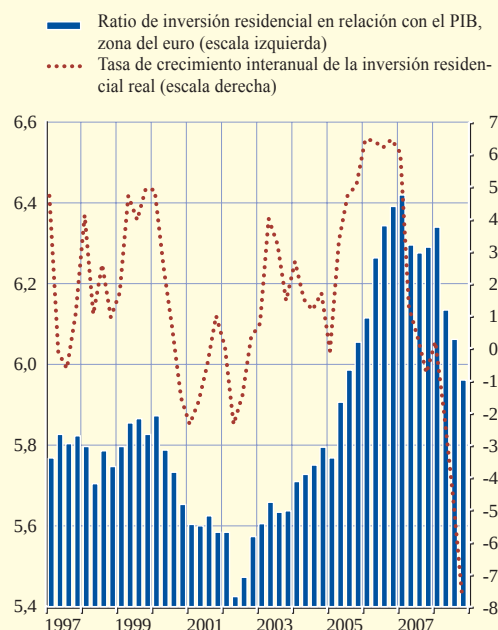
En resumen, en el contexto de un crecimiento generalmente fuerte de los precios de la vivienda durante los años transcurridos hasta el 2005 y del reciente debilitamiento de la actividad, la evolución de la demanda y la oferta de vivienda sugiere que, probablemente, el crecimiento de los precios de la vivienda en la zona del euro se modere aún más⁴. Mientras tanto, la experiencia histórica sugiere que, en el corto plazo, los precios de la vivienda pueden sobrepasar, en ocasiones, por arriba o por abajo su tendencia a largo plazo, pues las fricciones y los retardos en el ajuste de la oferta de vivienda implican un papel dominante para la demanda de vivienda, que es potencialmente volátil⁵.

4 Esta señal procedente del análisis de la oferta y la demanda es compatible con los indicios derivados de un enfoque de valoración de activos aplicado a la vivienda. Específicamente, la ratio del índice de precios de la vivienda de la zona del euro en relación con el componente de alquileres del IAPC continúa siendo relativamente elevada en comparación con su media a largo plazo. Además de la evolución de la rentabilidad de los alquileres, la infrecuente y estable variación de los rendimientos esperados puede haber contribuido, asimismo, a las importantes y persistentes fluctuaciones observadas en los precios de la vivienda de la zona del euro; véase Hiebert y Sydow (2009), «What drives returns to euro area housing? Evidence from a dynamic dividend discount model», Working Paper del BCE n.º 1019.

5 Como se indicaba en «Structural factors in EU housing markets», BCE (2003), es de prever que la evolución a largo plazo de la inflación medida por los precios de la vivienda supere la de la inflación para la economía en su conjunto, debido —a igualdad de otros factores— a la escasez de suelo que puede utilizarse para construcción y al hecho de que la productividad de la construcción de vivienda nueva es inferior a la de la economía en su conjunto. No obstante, esto puede atenuarse por causa de otros factores, como el cambio demográfico, de los que también puede esperarse que influyan marcadamente en la evolución a largo plazo de los precios de la vivienda.

Gráfico C Inversión residencial en la zona del euro

(en porcentaje; tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

3.6 PERSPECTIVAS DE INFLACIÓN

Según el avance de Eurostat, la inflación interanual medida por el IAPC de la zona del euro cayó hasta el 0% en mayo, desde el 0,6% de abril. El nuevo descenso de las tasas de inflación había sido anticipado y refleja, principalmente, los efectos de base derivados de las marcadas fluctuaciones que los precios mundiales de las materias primas han ido experimentando en los doce últimos meses. Están apareciendo

crecientes señales de una reducción más generalizada de las presiones inflacionistas. Los indicadores disponibles muestran que, hasta el momento, el fuerte descenso de la inflación no ha estado acompañado de una tasa comparable de descenso de los costes laborales. La tasa de crecimiento interanual de los salarios negociados se mantuvo en un nivel elevado, el 3,2%, en el primer trimestre del 2009, frente al 3,6% del último trimestre del 2008. No obstante, la información disponible apunta a una mayor desaceleración del crecimiento de la remuneración por asalariado, a través de una serie de medidas de ajuste, que incluyen reducciones de las horas de trabajo semanales, recortes de las primas y prestaciones y cambios en la composición de los asalariados, mediante las que se elimina en primer lugar el trabajo más caro. La disminución de las horas de trabajo normales reduce la remuneración por asalariado, debido a su incidencia a la baja sobre la remuneración total si no se producen cambios en el empleo.

Como consecuencia de efectos de base se espera que las tasas de inflación interanual sigan disminuyendo y que permanezcan temporalmente en valores negativos en los próximos meses, antes de volver a valores positivos hacia finales del 2009. En un horizonte más dilatado, se espera que los precios y costes evolucionen de forma moderada, como resultado de la actual atonía de la demanda en la zona del euro y en otros países. Según las proyecciones macroeconómicas de junio del 2009 elaboradas por los expertos del Eurosistema, la inflación interanual medida por el IAPC de la zona del euro se situará entre el 0,1% y el 0,5% en el 2009 y entre el 0,6% y el 1,4% en el 2010. Los indicadores de expectativas de inflación a medio y largo plazo permanecen firmemente anclados en línea con el objetivo del Consejo de Gobierno de mantener las tasas de inflación en un nivel inferior, aunque próximo, al 2% a medio plazo. Los riesgos para estas proyecciones están, en general, equilibrados. Existen riesgos bajistas, relacionados en particular con las perspectivas de actividad económica, y riesgos alcistas, relacionados con aumentos de los precios de las materias primas mayores de lo previsto. Además, los impuestos indirectos y los precios administrados podrían subir más de lo que se espera actualmente, debido al saneamiento de las finanzas públicas que habrá de llevarse a cabo en los próximos años.

4 PRODUCTO, DEMANDA Y MERCADO DE TRABAJO

Como consecuencia del impacto de las turbulencias en los mercados financieros, y, en particular, de la acusada caída registrada en la demanda y en el comercio mundiales, la actividad económica se debilitó considerablemente en el primer trimestre del 2009. Según la primera estimación de Eurostat, la actividad económica en la zona del euro se contrajo un 2,5%, en tasa intertrimestral, tras un descenso del 1,8% en el cuarto trimestre del 2008, lo que tendrá un significativo impacto negativo sobre la tasa de crecimiento media del 2009. Sin embargo, más recientemente se han observado mejoras en los datos procedentes de las encuestas, aunque se mantienen en niveles muy bajos. De acuerdo con dicha evidencia, tras un primer trimestre extremadamente débil, se prevé que, en lo que resta de año, la actividad disminuya a tasas mucho menos negativas. Tras una fase de estabilización, se esperan tasas de crecimiento intertrimestrales positivas a mediados del 2010.

Según las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro, de junio del 2009, el crecimiento interanual del PIB real se situará entre el -5,1% y el -4,1% en el 2009, y entre el -1% y el 0,4% en el 2010. Los riesgos para las perspectivas económicas están equilibrados.

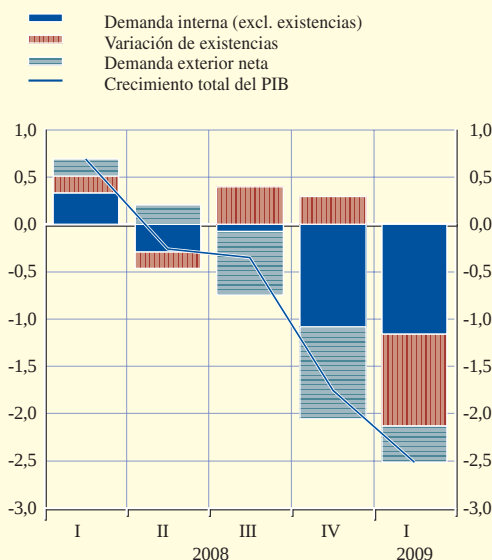
4.1 PIB REAL Y COMPONENTES DE LA DEMANDA

El ritmo de actividad de la zona del euro se redujo de forma acusada a comienzos del 2009, tras una ininterrumpida contracción de la demanda tanto interna como mundial. Según la primera estimación de Eurostat, publicada el 3 de junio, el PIB real de la zona del euro se contrajo un 2,5%, en tasa intertrimestral, en el primer trimestre del 2009, tras un descenso del 1,8% en el último trimestre del 2008 (véase gráfico 46). El retroceso intertrimestral del PIB real en el primer trimestre del 2009 fue el más pronunciado desde comienzos de los años setenta, el primer período del que se dispone de datos para la zona del euro. Los datos procedentes de las encuestas sugieren que el crecimiento de la zona del euro continuará contrayéndose en el segundo trimestre del 2009, aunque se espera que el ritmo de la contracción se reduzca gradualmente, lo que indicaría que el punto de inflexión en la disminución de la actividad de la zona del euro se alcanzó en el primer trimestre.

Al igual que en la última parte del 2008, el deterioro de la demanda fue generalizado en todos sus componentes a comienzos del 2009. La demanda exterior ha continuado desacelerándose a medida que se debilitaba la actividad en las economías avanzadas y en los mercados emergentes. La demanda interna también ha retrocedido, registrando la inversión un descenso significativo y moderándose el consumo. La desagregación del gasto en el primer trimestre confirma este panorama. La contribución al crecimiento tanto de la demanda interna como de la demanda exterior neta siguió siendo muy negativa. Las existencias también

Gráfico 46 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.

contribuyeron negativamente al crecimiento. En la siguiente subsección se analizará la evolución de la demanda en más detalle.

CONSUMO PRIVADO

Los hogares redujeron su gasto considerablemente a finales del 2008 y en el primer trimestre del 2009. Los indicadores más recientes sugieren que el consumo mantendrá su debilidad en lo que resta de año. Esta valoración se sustenta en la evolución de la confianza del comercio al por menor y en la confianza de los consumidores, dos indicadores basados en encuestas de opinión que suelen predecir las tendencias del gasto de los hogares razonablemente bien (véase gráfico 47). Desde que se inició la primavera, ambas series se han estabilizado en niveles reducidos, lo que ofrece algunos indicios acerca de que la confianza de los consumidores podría haber tocado fondo.

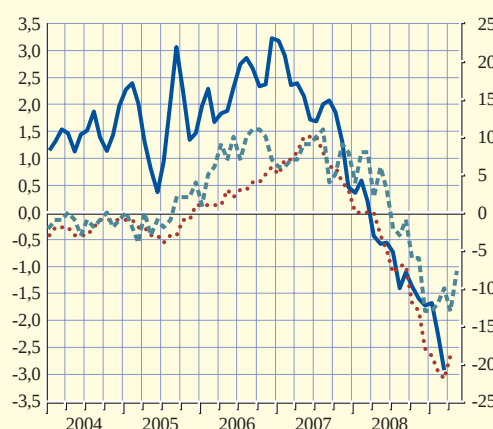
Los datos para el primer trimestre del 2009 muestran que las ventas del comercio al por menor, que suponen en torno al 45% del gasto en consumo, siguieron contrayéndose prácticamente al mismo ritmo que en el último trimestre del 2008. El descenso de estas ventas a comienzos del 2009 obedeció, principalmente, al retroceso de las ventas de productos alimenticios, bebidas y tabaco, mientras que los componentes no alimenticios, así como las matriculaciones de automóviles, han mostrado una mayor capacidad de resistencia. Las ventas de automóviles se han beneficiado en gran medida de las ayudas públicas concedidas a los consumidores por desechar sus coches antiguos y comprar nuevos. Este tipo de medidas se introdujo en primer lugar en Francia y, posteriormente, se adoptó en Alemania un plan de mayor calado. El éxito percibido de estas ayudas ha llevado a que otros países de la zona del euro introduzcan incentivos similares, que incluyen los préstamos subsidiados para la compra de automóviles nuevos.

En cuanto a los determinantes del consumo privado, el crecimiento de la renta real disponible de los hogares se ha mantenido durante la recesión. Un aumento relativamente importante de la remuneración por asalariado sostuvo la renta agregada de los hogares en el 2008 (véase la sección «Precios y costes»), pero este aumento se vio contrarrestado por una considerable subida de la inflación en el primer semestre del 2008, impulsada, principalmente, por alzas sustanciales en los precios de los alimentos y la energía. De cara al futuro, se prevé que la tasa de crecimiento de la renta real disponible de los hogares sea más moderada en lo que resta del 2009 y a comienzos del 2010. Esta valoración puede relacionarse, en gran medida, con la previsión de un nuevo deterioro del mercado de trabajo en la zona del euro (véase sección 4.2). No obstante, la baja inflación seguirá sosteniendo la renta real en los próximos meses. Además, los estabilizadores fiscales automáticos que funcionan mediante el aumento de las transferencias públicas (como las prestaciones por desempleo) y la reducción de los impuestos sobre la renta de las personas físicas también contribuirán a moderar el descenso de los ingresos, especialmente en aquellos hogares afectados directamente por el empeoramiento de los mercados de trabajo.

Gráfico 47 Ventas del comercio al por menor y confianza del comercio al por menor y de los hogares

(datos mensuales)

— Total ventas del comercio al por menor¹⁾ (escala izquierda)
 Conf. consumidores²⁾ (escala derecha)
 - - - Conf. comercio al por menor²⁾ (escala derecha)



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.

Las decisiones de gasto de los hogares también se han visto influidas de forma importante por las expectativas relativas a la renta permanente, que además de la renta futura esperada también incluye los rendimientos de la riqueza financiera e inmobiliaria. Desde que se iniciaron las turbulencias en los mercados financieros a mediados del 2007, la evolución de los activos financieros en la zona del euro ha tenido, para la mayoría de los consumidores, un efecto adverso sobre la riqueza, agravado por el descenso de los precios de la vivienda (véase recuadro 5). Es probable que la evolución del mercado financiero, junto con la trayectoria de los precios de la vivienda, haya contribuido aún más a reducir el consumo durante el año pasado. Recientemente, sin embargo, los mercados de valores de la zona del euro se han recuperado considerablemente. Aunque no se debe sobrevalorar el impacto de las fluctuaciones a corto plazo del precio de los activos sobre la economía real, la reciente estabilización de los mercados de valores podría ayudar a atenuar, en cierta medida, los efectos negativos del acusado descenso de los mercados de valores registrado desde mediados del 2007. Sin embargo, cabe observar que la propensión al consumo ante variaciones en la riqueza financiera e inmobiliaria es relativamente pequeña en la zona del euro.

Como consecuencia del aumento de la incertidumbre económica y financiera, la tasa de ahorro de los hogares se incrementó durante el 2008. Los datos procedentes de las encuestas sugieren que esa tendencia se ha mantenido en los últimos meses. El incremento de la tasa de ahorro ha sido bastante generalizado, en particular en los países en los que se ha observado un importante deterioro de los mercados de trabajo y pronunciados descensos en los precios de la vivienda y en los que los hogares están fuertemente endeudados. De cara al futuro, estos factores, junto con una incertidumbre mayor de lo habitual con respecto a la macroeconomía y a los mercados financieros, seguirán influyendo, probablemente, en la disposición de los hogares a consumir la renta disponible en el 2009.

En resumen, aunque la considerable caída de los precios de las materias primas registrada desde el año pasado ha aumentado el poder adquisitivo de los consumidores, la riqueza de los hogares ha disminuido, y se prevé que el deterioro de los mercados de trabajo modere las rentas del trabajo en los próximos meses. Como resultado, se considera que el consumo mantendrá su debilidad en el corto plazo, antes de recuperarse gradualmente durante el 2010.

INVERSIÓN

Al igual que en episodios anteriores de desaceleración económica, la inversión privada ha sido uno de los principales factores determinantes de la pronunciada contracción actual de la actividad. En el primer trimestre del 2009, la inversión se redujo un 4,2% en tasa intertrimestral. En cuanto al futuro, se prevé que la inversión privada contribuya negativamente a la actividad económica de la zona del euro tanto en el 2009 como en el 2010. Esta valoración es compatible con la debilidad esperada de la demanda final y con el mantenimiento de unas condiciones de financiación restrictivas.

La inversión en construcción, que incluye los inmuebles residenciales y comerciales, representa casi la mitad de la inversión total, y, por lo tanto, la evolución de la construcción tiene una influencia significativa en la inversión agregada. El nivel de la inversión en construcción ha disminuido cada trimestre desde el segundo trimestre del 2008. Los mercados de inmuebles comerciales tienden a ser muy cíclicos, debido a su relación con el potencial de ingresos de las empresas y al hecho de que los inmuebles comerciales se compran como inversión especulativa con más frecuencia que los inmuebles residenciales. Los mercados de inmuebles residenciales también suelen moverse en conjunción con el ciclo económico, pero las fluctuaciones suelen ser mucho menos pronunciadas.

Si se considera la evolución de estos dos mercados se observa que los precios de los inmuebles residenciales en la zona del euro se desaceleraron, pasando de una tasa de crecimiento interanual del 7,7% en

el primer semestre del 2005 al 0,6% en el segundo semestre del 2008. La moderación o la caída de estos precios hacen que la inversión residencial sea menos rentable, lo que tiende a reducir la inversión en construcción. Las fluctuaciones en el valor de los inmuebles comerciales han sido incluso más pronunciadas que las registradas en los inmuebles residenciales. El valor de los inmuebles comerciales en la zona del euro pasó de una tasa de crecimiento interanual del 10,6% en el 2005 al -12% en el 2008. La reciente corrección observada en los mercados de inmuebles comerciales, determinada en gran medida por una menor demanda de alquileres de locales comerciales, es probable que haya provocado, también, una menor demanda de edificios comerciales.

De cara al futuro, no puede descartarse una nueva reducción en la demanda de inmuebles residenciales y comerciales, dada la debilidad de las perspectivas económicas y las expectativas de que se produzca un deterioro adicional de los mercados de trabajo. Como consecuencia, es probable que la inversión en construcción siga descendiendo en los próximos trimestres. No obstante, se espera que el ritmo de la contracción se mas lento.

El segundo componente más importante de la inversión agregada es la inversión empresarial (principalmente, activos destinados a su utilización en la producción de bienes y servicios). La inversión empresarial también se ha reducido mucho en el último año. La debilidad de la demanda, la escasa confianza empresarial, el crecimiento negativo de los ingresos y el nivel históricamente bajo de utilización de la capacidad productiva, junto con unas condiciones de concesión de préstamos restrictivas, han sido los principales factores determinantes de la desaceleración de la inversión empresarial.

Es importante observar que en épocas en que la situación macroeconómica es más estable (es decir, cuando la actividad económica fluctúa muy cerca de su potencial), el producto futuro esperado y las variables que aproximan el coste de financiación de las empresas pueden explicar gran parte de los movimientos registrados en la inversión empresarial. Sin embargo, en épocas de fuerte recesión, las restricciones financieras y el apalancamiento de las empresas suelen desempeñar un papel más destacado a la hora de explicar la dinámica de la inversión. Estas restricciones financieras son difíciles de cuantificar, pero las encuestas cualitativas pueden ofrecer algunos indicios. A este respecto, las encuestas sobre préstamos bancarios del Eurosistema han puesto de manifiesto que las entidades de crédito de la zona del euro han endurecido gradualmente sus condiciones de financiación durante la fase recesiva del ciclo económico. La última encuesta, llevada a cabo en abril del 2009, mostraba que en el primer trimestre del 2009 el porcentaje neto de entidades que informaban de un endurecimiento de los criterios de aprobación de préstamos y líneas de crédito a empresas era del 43%, que —si bien seguía reflejando un acusado endurecimiento neto adicional— se situaba 21 puntos porcentuales por debajo del porcentaje alcanzado en el cuarto trimestre del 2008. Esto ofrece algunas señales de que las restricciones financieras han comenzado a ejercer una presión menor sobre la inversión empresarial. En el mismo sentido, las reducciones de los tipos de interés oficiales del BCE desde octubre del 2008, junto con el aumento de la tolerancia al riesgo, han dado lugar a una disminución del coste real de financiación de las sociedades no financieras de la zona del euro.

En resumen, las expectativas de unas perspectivas de mayor moderación en los mercados de la vivienda de la zona del euro, el estancamiento de la demanda tanto exterior como interna y las restricciones financieras afectarán, probablemente, a la inversión agregada en el medio plazo.

CONSUMO PÚBLICO

En lo que respecta a otros componentes de la demanda, el consumo público siguió incrementándose a un ritmo estable en el 2008. Tras un crecimiento del 0,4% en el cuarto trimestre del 2008, el consumo públi-

co se mantuvo sin cambios en el 0,0%, en tasa intertrimestral, en el primer trimestre del 2009. De cara al futuro, el consumo público, que habitualmente se compone del gasto en servicios colectivos tales como defensa, justicia, sanidad y educación, y que tiende a estar menos expuesto a la evolución cíclica que otros componentes de la demanda, debería continuar sosteniendo la demanda interna en los próximos meses.

No obstante, no se espera que los actuales paquetes de estímulo fiscal afecten al consumo público. A partir del período 2009–2011, se prevé que más de la mitad del impulso fiscal sobre el crecimiento del PIB provenga de la inversión pública, y el resto de las transferencias a hogares y de las variaciones en los impuestos sobre las rentas del trabajo.

EXISTENCIAS

El perfil de existencias observado durante la actual desaceleración está básicamente en línea con la experiencia histórica. En general, cuando comienza una recesión, se registra una acumulación involuntaria de existencias, pues el ajuste de la producción a la caída de la demanda se produce con cierto retraso. Este período va seguido de un proceso de desacumulación, al tratar las empresas de reducir el nivel de sus existencias recortando la producción de manera más agresiva de lo que hubiera justificado la contracción esperada de la demanda. Más adelante, cuando se recupera la economía, la contribución de las existencias comienza a aumentar de nuevo. Véase recuadro titulado «Evolución reciente de la acumulación de existencias», en el Boletín Mensual de mayo del 2009.

Las existencias contribuyeron positivamente al crecimiento del PIB de la zona del euro en el segundo semestre del 2008, debido a que las empresas aumentaron su *stock*, posiblemente porque se vieron sorprendidas por la rapidez y la amplitud de la desaceleración de la demanda mundial e interna. Las empresas que no pudieron ajustar la producción suficientemente, acumularon existencias. Los datos para el primer trimestre del 2009 mostraban que esta tendencia se invirtió, y las existencias contribuyeron negativamente, con un punto porcentual, al crecimiento del PIB de la zona del euro. La evidencia basada en las encuestas sugiere que también se produjo una desacumulación de existencias en el segundo trimestre del 2009, en un entorno de caída de las ventas y de perspectivas económicas sombrías. Parece probable que el ritmo de desacumulación se reducirá en la última parte del 2009, y, como resultado, las existencias deberían contribuir positivamente al crecimiento del PIB de la zona del euro.

COMERCIO

Como se menciona en la sección titulada «El entorno exterior de la zona del euro», tras la contracción registrada en la economía internacional durante el cuarto trimestre del 2008, la actividad económica mundial siguió siendo muy débil en el primer trimestre del 2009. La mayor dificultad para obtener crédito comercial se ha citado con frecuencia como posible causa de la repentina contracción del comercio mundial a finales del 2008. Sin embargo, al igual que en la zona del euro, los indicadores procedentes de encuestas apuntan a una ralentización del ritmo de descenso de la actividad económica mundial.

En consonancia con el derrumbe de la demanda mundial, las exportaciones de la zona del euro se redujeron de forma acusada: un 8,1%, en tasa intertrimestral, durante en el primer trimestre del 2009. Se prevé que las exportaciones de la zona del euro sigan disminuyendo durante el 2009. Existen una serie de factores que contribuyen a realizar esta valoración, entre los que se encuentra el hecho de que la caída mundial de la inversión en bienes de equipo y maquinaria afecta especialmente a los países de la zona del euro que están más especializados en estos bienes. Además, se prevé que los exportadores de la zona del euro continúen perdiendo cuota de mercado, debido, en parte, a anteriores apreciaciones del tipo de cambio del euro y a la existencia de competidores, principalmente de los mercados emergentes. En general, el grado relativamente elevado de apertura comercial de la zona del euro puede explicar buena parte de la reducción observada

en las exportaciones durante los últimos meses y también por qué la zona del euro se ha visto más afectada, en términos de exportaciones, que la mayoría de otras grandes economías, incluido Estados Unidos.

Como la demanda interna, excluidas las exportaciones, ha descendido, las importaciones de la zona del euro también han tendido a moderarse en el último año. Las importaciones cayeron en el primer trimestre del 2009 un 7,2% en comparación con el último trimestre del 2008, debido a la debilidad del consumo privado y al fuerte descenso de la inversión. Sin embargo, al caer las exportaciones con más rapidez, la contribución de la demanda exterior neta al crecimiento del PIB fue negativa.

4.2 PRODUCTO, OFERTA Y MERCADO DE TRABAJO

Un determinante fundamental de la presión inflacionista es el nivel de capacidad productiva sin utilizar en la economía. Como se ha mencionado anteriormente, el producto de la zona del euro cayó de forma acusada en la última parte del 2008 y comienzos del 2009. Como resultado, aunque la mayoría de las medidas del producto potencial de la zona del euro se moderaron durante el mismo periodo, el margen de utilización de la capacidad productiva de la economía aumentó y las presiones sobre la capacidad productiva de las empresas disminuyeron con rapidez. En abril, la utilización de la capacidad productiva en la industria había disminuido, hasta alcanzar un nuevo mínimo histórico de 70,5, muy por debajo del nivel medio de 81,8 y muy por debajo también del mínimo alcanzado durante la recesión de los años noventa. La utilización de la capacidad productiva se encuentra en sus niveles mínimos en las principales ramas de actividad, aunque son aún más bajos en las ramas de bienes intermedios y de equipo.

Desde el punto de vista del valor añadido, todos los sectores económicos han contribuido a la contracción de la actividad en los dos últimos trimestres, pero el descenso fue más pronunciado en la industria. Al mismo tiempo, también se ha deteriorado la situación en el mercado laboral (véase más adelante la sección sobre el mercado de trabajo). La tasa de paro de la zona del euro aumentó un 9,2% en abril, 0,3 puntos porcentuales por encima del mes anterior.

PRODUCTO POR RAMAS DE ACTIVIDAD

El acusado descenso observado en la actividad económica en el último trimestre del 2008 y en el primer trimestre del 2009 se produjo en todas las ramas de actividad. La industria efectuó la contribución más negativa (véase gráfico 48). El valor añadido de las manufacturas también se ha visto afectado por la marcada desaceleración de la demanda interna y externa, y ha disminuido la actividad en cada uno de los principales subsectores. El ritmo de contracción de la producción industrial en el primer trimestre del 2009 no ha tenido precedentes. La caída general de la producción en la zona del euro en el último medio año ha sido tan importante que ha contrarrestado casi toda la expansión registrada en los diez años anteriores. Entre las principales ramas de actividad, la producción ha caído a niveles cercanos a los existentes a comienzos de 1999 en el caso de los bienes de equipo, o incluso a niveles inferiores en el caso de los bienes intermedios y de consumo. La producción sólo se mantuvo claramente por encima del nivel de 1999 en la rama de energía, que es un sector menos cíclico.

Las encuestas de opinión señalan que la contracción de la actividad industrial ha superado recientemente un punto de inflexión y ha comenzado a moderarse ligeramente, aunque parte de tasas muy negativas (véase gráfico 49). El índice de directores de compras de las manufacturas ha aumentado en los tres últimos meses (que cubren el periodo de marzo a mayo), aunque se mantiene por debajo del nivel de referencia de 50 y, por lo tanto, indica un nuevo descenso de la actividad. Otras encuestas relativas a la confianza industrial y la evidencia anecdótica confirman un panorama menos pesimista en la industria de la zona del euro.

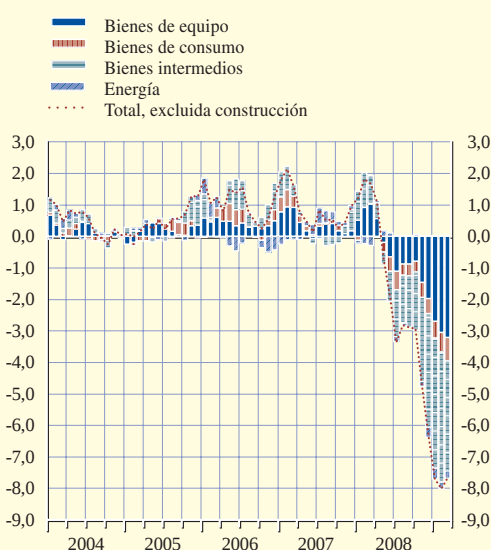
Al igual que en la industria, el valor añadido de la construcción se ha reducido cada trimestre desde el segundo trimestre del 2008. La desaceleración observada en la construcción difiere en intensidad entre subsectores y países. El descenso ha sido mucho más importante en los inmuebles residenciales y comerciales, mientras que la ingeniería civil ha mostrado una mayor resistencia. En el 2008 y comienzos del 2009 se registró un descenso en la producción de la construcción en la gran mayoría de países de la zona del euro, aunque la intensidad fue distinta, siendo más acusada la caída en Irlanda y España.

El crecimiento del producto en los servicios, que había rondado tasas positivas desde que se iniciaron las turbulencias en los mercados financieros a mediados del 2007, se tornó negativo en el último trimestre del 2008, en términos intertrimestrales, y se aceleró el descenso en el primer trimestre del 2009. Las últimas dos caídas trimestrales del producto en los servicios se debieron, principalmente, al comercio y al transporte (que tiende a ser uno de los subcomponentes más cíclicos y volátiles de los servicios), pero también disminuyó el producto en las actividades financieras y los servicios empresariales.

De cara al futuro, las perspectivas a corto plazo para la actividad general siguen siendo sombrías, y se espera que el producto siga contrayéndose en el transcurso del 2009. La utilización de la capacidad productiva en las empresas manufactureras se derrumbó, hasta situarse en el nivel más bajo observado desde que la Comisión Europea inició su encuesta sobre el sector industrial en 1990, y otros indicadores también señalan que se están moderando las presiones sobre la capacidad productiva. Al mismo tiempo, tanto las encuestas como la evidencia anecdótica sugieren que el ritmo de contracción en la mayoría de los sectores económicos se reducirá gradualmente durante la última parte del 2009.

Gráfico 48 Crecimiento de la producción industrial y contribuciones

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

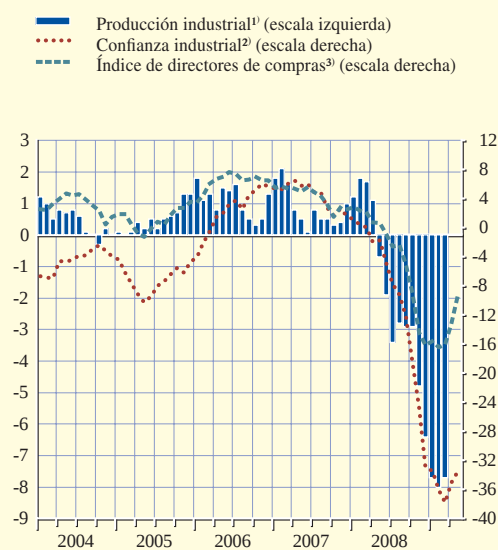


Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

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 49 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.

MERCADO DE TRABAJO

Habitualmente, el crecimiento del empleo está desfasado con respecto a las fluctuaciones del ciclo económico. El desfase difiere entre los sectores. Por ejemplo, la construcción emplea generalmente muchos trabajadores temporales. Por ello, durante una recesión económica, el empleo tiende a disminuir con más rapidez en este sector que en la industria y en los servicios, donde el ajuste a la baja del número de trabajadores suele ser más costoso. Es probable que las empresas y los sectores a los que les resulta más difícil despedir o volver a contratar trabajadores adopten un enfoque de «esperar a ver qué pasa» y que, inicialmente, decidan atesorar trabajo y reducir las horas cuando la economía se desacelera. La ralentización de la actividad económica, junto con el atesoramiento de trabajo, suele hacer caer la productividad por persona ocupada.

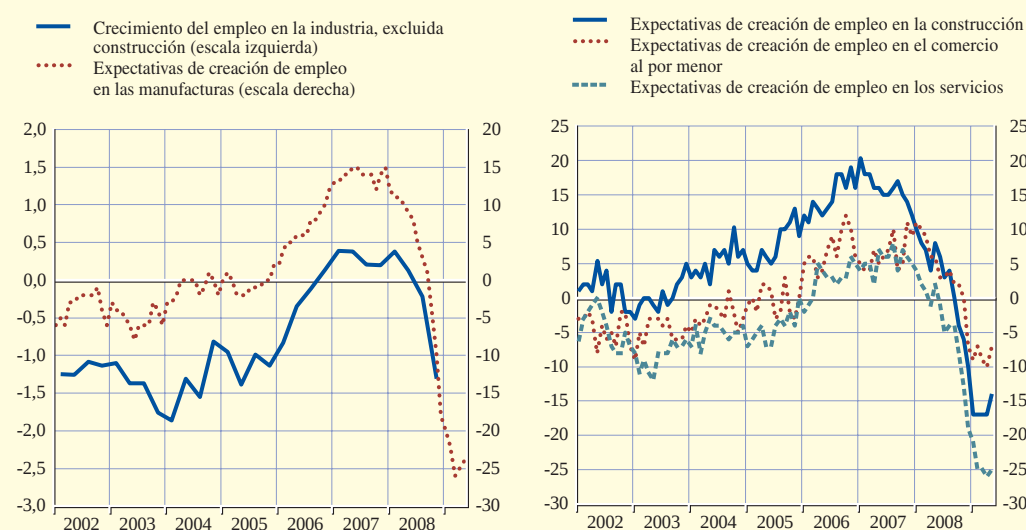
Estas características generales de los mercados de trabajo de la zona del euro parecen mantenerse también en la actual recesión, puesto que el empleo cayó antes en la construcción que en otros segmentos de la economía (véase cuadro 8). Como consecuencia del atesoramiento generalizado de trabajo en la industria, la productividad ha descendido de forma significativa (véase gráfico 51).

Otra importante característica de la actual recesión es que los Gobiernos están poniendo en marcha programas de empleo en varios países de la zona del euro (véase también el recuadro 6, titulado «Ajustes de los mercados de trabajo durante la actual contracción de la actividad económica»). Las estructuras de los programas difieren entre los distintos países, a veces se les denomina de empleo temporal y otras veces, de desempleo temporal, y son muy heterogéneas en cuanto a sus requisitos legales, así como en cuanto a sus prestaciones.

Durante la última parte del 2008 y comienzos del 2009, la situación en los mercados de trabajo se deterioró significativamente. La tasa de paro de la zona del euro se elevó hasta el 9,2% en abril, 0,3 puntos porcentuales por encima de la tasa del mes anterior (véase gráfico 52). El aumento fue general en todos

Gráfico 50 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.

Cuadro 8 Crecimiento del empleo

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

	Tasas interanuales		2007 IV	Tasas intertrimestrales			
	2007	2008		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
Del cual:							
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.

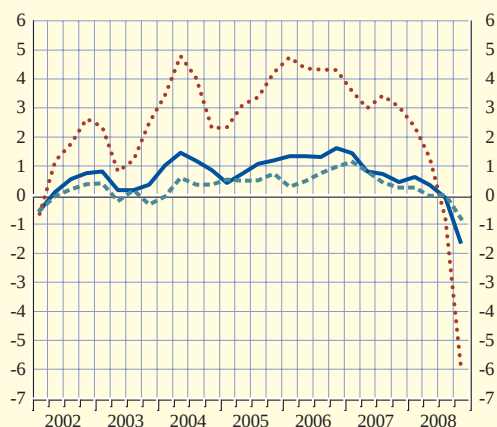
los países de la zona, pero sigue siendo especialmente intenso en España, Irlanda y Eslovaquia. Del mismo modo, el empleo se contrajo un 0,3%, en tasa intertrimestral, en el último trimestre del 2008 (véase cuadro 8).

Conforme a la evidencia basada en las encuestas de opinión, en el futuro, después de la fuerte contracción observada en el producto a finales del 2008 y comienzos del 2009, las empresas podrían ser menos capaces de atesorar trabajo (véase gráfico 50). Es de esperar que se produzcan nuevos incrementos graduales en la tasa de paro de la zona del euro durante los próximos meses. El deterioro de los mercados de trabajo podría acelerarse si los programas de empleo de corto duración puestos en marcha van seguidos, a la larga, por pérdidas de empleo.

Gráfico 51 Productividad del trabajo

(tasas de variación interanual)

— Total economía
 Industria, excluida construcción
 - - - Servicios



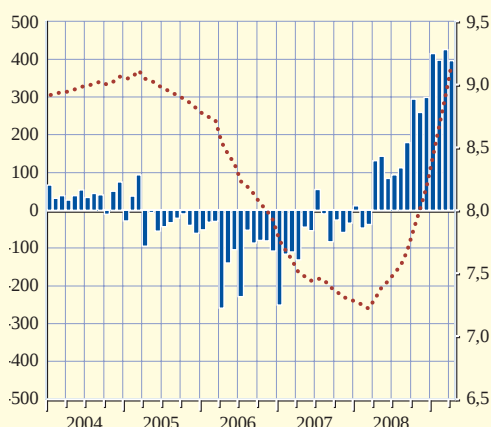
Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

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

Gráfico 52 Desempleo

(datos mensuales desestacionalizados)

— Variación intermensual, en miles (escala izquierda)
 Porcentaje de la población activa (escala derecha)



Fuente: Eurostat.

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

Recuadro 6

AJUSTES DE LOS MERCADOS DE TRABAJO DURANTE LA ACTUAL CONTRACCIÓN DE LA ACTIVIDAD ECONÓMICA

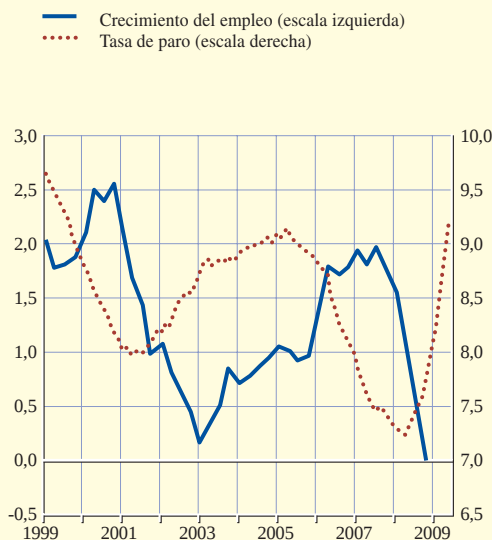
La contracción de la actividad económica en la zona del euro está afectando de forma creciente a los mercados de trabajo. El desempleo en la zona pasó del 7,3% en los tres primeros meses del 2008 al 9,2% en abril de este año, y el empleo se mantuvo prácticamente estable en el último trimestre del 2008, con una tasa de crecimiento interanual del 0,1% (véase gráfico A). Si se considera el crecimiento del empleo en la zona del euro por ramas de actividad (véase gráfico B), los mayores descensos se produjeron en las manufacturas y en la construcción (6,4% y 1,3%, respectivamente), mientras que los servicios de mercado, que incluyen las actividades financieras y los servicios empresariales, así como el comercio y el transporte, siguieron mostrando un ligero crecimiento (0,8%), en tasa interanual. Las diferencias existentes entre los países en cuanto al modelo productivo ha incidido en la vulnerabilidad de sus mercados de trabajo durante esta contracción y en el grado en que las tasas de paro nacionales se han visto afectadas. Además, las diferencias entre las instituciones del mercado de trabajo de los distintos países afectan al reparto del ajuste entre el empleo y los salarios, entre grupos específicos de la población activa y entre aquéllos que trabajan con distintos tipos de contratos¹.

Entre los años 2007 y 2008 se observó una relación negativa entre los cambios ocurridos en el empleo temporal y en el empleo indefinido en porcentaje de la población activa (véase gráfico C.). Es inherente al empleo

¹ Véase la comparación de las instituciones de los distintos países en P. du Caju, E. Gautier, D. Momferatou y M. Ward-Warmedinger, «Institutional features of wage bargaining in 23 European countries, the US and Japan», Working Paper del BCE n.º 974, 2008.

Gráfico A Crecimiento del empleo y desempleo

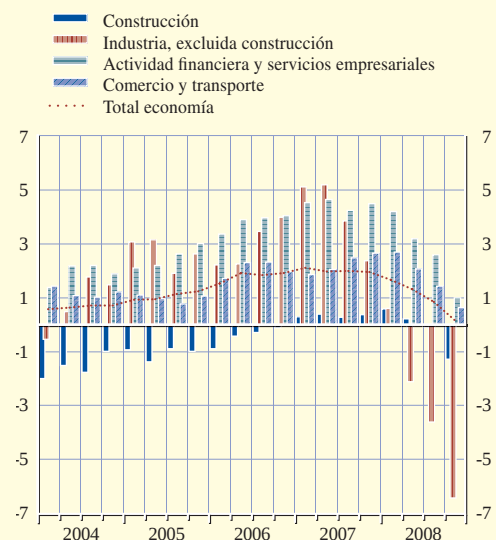
(tasas de variación interanual; en porcentaje de la población activa)



Fuente: Eurostat.

Gráfico B Variación del empleo por rama de actividad

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat y BCE.

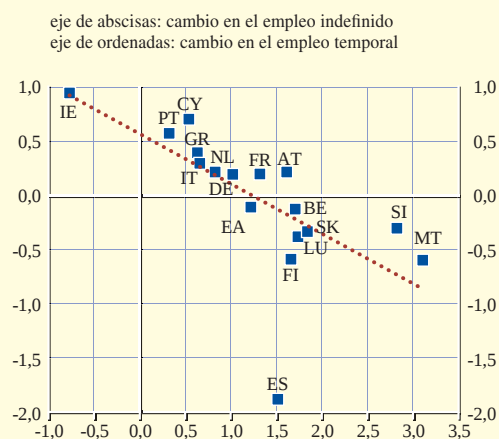
temporal estar más expuesto a las fluctuaciones económicas. En los últimos años, el empleo temporal ha experimentado un rápido crecimiento, dado que los cambios incorporados a la legislación relativa a la protección del empleo durante la última década han afectado principalmente a este segmento del mercado de trabajo. Por el contrario, la protección del empleo de los trabajadores con contratos indefinidos se ha mantenido prácticamente igual.

En varios países, el impacto sobre el empleo se ha visto atenuado por programas de empleo a corto plazo y por otras medidas adoptadas con el fin de mitigar los efectos de la contracción económica y evitar la pérdida de puestos de trabajo. Además, estos programas han estado, con frecuencia, acompañados por ayudas públicas encaminadas a mantener, en el corto plazo, el poder adquisitivo de los trabajadores afectados. En el pasado, la construcción, en particular, resultó beneficiada por programas diseñados para reducir la excesiva rotación derivada de la ciclicidad estacional, mientras que en la crisis actual se ha observado un acusado incremento de este tipo de medidas, especialmente en las manufacturas. Efectivamente, diferentes indicadores de horas trabajadas en los distintos países muestran que el crecimiento de las horas trabajadas fue inferior que el del empleo. Sin embargo, no se dispone actualmente de series oficiales de datos trimestrales sobre las horas trabajadas en la zona del euro.

Al mismo tiempo, los indicadores del crecimiento interanual de los salarios siguieron manteniéndose en niveles relativamente elevados hasta finales del 2008, tras las fuertes subidas registradas a comienzos del 2008 (véase gráfico D). El pequeño ajuste observado hasta ahora en los salarios está relacionado, en parte, con el hecho de que la mayoría de los contratos son plurianuales y se firmaron antes de que se iniciara la contracción. Una descomposición de los cambios en la remuneración total de los asalariados entre salarios y empleo pone de relieve que, en el cuarto trimestre del 2008, el crecimiento interanual de la remuneración por asalariado se mantuvo sin cambios en comparación con el crecimiento registrado en el cuarto trimestre del 2007, mientras que el crecimiento del empleo cayó dos puntos porcentuales durante este período.

Gráfico C Cambios en el empleo temporal e indefinido en los países de la zona del euro

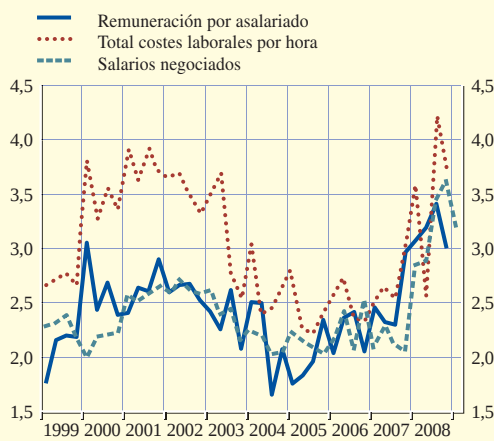
(diferencia entre los años 2007 y 2008 en porcentaje de la población activa; puntos porcentuales)



Fuente: Encuesta de población activa.

Gráfico D Indicadores de costes laborales de la zona del euro

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat y BCE.

A la luz de los salarios negociados, que fueron relativamente rígidos, las empresas parecen haber estado utilizando medidas alternativas para ajustar los costes laborales², sobre todo desde finales del 2008. Estas medidas incluyen recortes en las primas y en otros componentes salariales variables. Por otra parte, para defender el empleo se han congelado y recortado los salarios base o se han aplazado incrementos salariales acordados previamente, con frecuencia de conformidad con los agentes sociales. Por último, algunas subidas salariales se realizaron en forma de pagos extraordinarios o se limitó su importe total.

El empleo a corto plazo y el desempleo parcial son instrumentos eficientes para proteger el capital humano de una empresa si la fase recesiva del ciclo es de corta duración. Sin embargo, si se utilizan ampliamente durante un período prolongado, el apoyo financiero de medidas públicas de este tipo reduce los incentivos que tienen las empresas y los trabajadores para reconvertirse. Además, con el tiempo estas medidas generan una elevada carga fiscal sin crear los incentivos para promover la recuperación mediante la inversión. La redistribución de trabajadores entre empresas y ramas de actividad es importante para facilitar la utilización de las oportunidades de inversión que surgen al inicio de una recuperación. Así pues, contribuye de manera importante a posibilitar y respaldar la recuperación. Al mismo tiempo, la reincorporación futura de los parados en el mercado de trabajo se verá facilitada por las instituciones relacionadas con este mercado que fomentan la movilidad y favorecen la inversión en formación y educación.

2 Véase el artículo titulado «Nueva evidencia procedente de una encuesta sobre el proceso de determinación de los salarios en Europa», en el Boletín Mensual de febrero del 2009.

4.3 PERSPECTIVAS DE LA ACTIVIDAD ECONÓMICA

El ritmo de la actividad económica en la zona del euro siguió debilitándose durante el primer trimestre del 2009, en paralelo con la recesión en curso en la economía mundial. Según la primera estimación de Eurostat, la actividad económica en la zona del euro se contrajo un 2,5%, en tasa intertrimestral, tras un descenso del 1,8% en el cuarto trimestre del 2008, lo que tendrá un significativo impacto negativo sobre la tasa de crecimiento media del 2009. Sin embargo, más recientemente se han observado mejoras en los datos procedentes de las encuestas, aunque se mantienen en niveles muy bajos. De acuerdo con dicha evidencia, tras un primer trimestre extremadamente débil, se prevé que, en lo que resta de año, la actividad disminuya a tasas mucho menos negativas. Tras una fase de estabilización, se esperan tasas de crecimiento intertrimestrales positivas a mediados del 2010.

Según las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro, de junio al 2009, el crecimiento interanual del PIB real se situará entre el -5,1% y el -4,1% en el 2009, y entre el -1% y el 0,4% en el 2010. Los riesgos para las perspectivas económicas están equilibrados. Entre los aspectos positivos, cabe mencionar que podrían producirse efectos más intensos de lo previsto como consecuencia de las amplias medidas de estímulo macroeconómico que se están aplicando, así como de otras medidas adoptadas. La confianza también podría mejorar con más rapidez de lo que se prevé actualmente. Por otro lado, siguen preocupando algunos factores potenciales: un mayor impacto de las turbulencias de los mercados financieros sobre la economía real, una evolución de los mercados de trabajo más desfavorable, la intensificación de las presiones proteccionistas y, por último, una evolución adversa de la economía mundial como consecuencia de una corrección desordenada de los desequilibrios mundiales.

5 EVOLUCIÓN DE LAS FINANZAS PÚBLICAS

Según la notificación fiscal de Eurostat, el déficit de las Administraciones Públicas de la zona del euro en el 2008 fue del 1,9% del PIB. Las previsiones de primavera del 2009 efectuadas por la Comisión Europea proyectan un deterioro rápido, generalizado y mayor de lo esperado de las finanzas públicas este año y el siguiente. Se prevé que todos los países de la zona del euro, excepto tres, incumplan el valor de referencia del 3% del PIB para el déficit en el 2009 y el 2010, y que 11 países de la zona registren una ratio de deuda pública por encima del valor de referencia del 60% del PIB en el 2010. Por otra parte, como consecuencia de las medidas adoptadas para estabilizar el sector financiero, se han acumulado considerables pasivos contingentes. El impulso fiscal previsto puede ser atribuible, principalmente, a la actuación de los estabilizadores fiscales automáticos, a la disminución de los ingresos y a las medidas de estímulo fiscal introducidas en respuesta a la acusada desaceleración económica, así como al fuerte crecimiento del gasto público. Será necesario introducir ambiciosas medidas de ajuste para asegurar la rápida corrección de los déficit excesivos. Además, habrá que establecer y aplicar ambiciosos objetivos presupuestarios de medio plazo para salvaguardar la sostenibilidad de las finanzas públicas.

EVOLUCIÓN DE LAS FINANZAS PÚBLICAS EN EL 2008

El déficit de las Administraciones Públicas de la zona del euro en el 2008 fue del 1,9% del PIB, según la notificación fiscal de primavera del 2009 de Eurostat, tras registrar un déficit del 0,6% en el 2007 (véase cuadro 9). Cinco países de la zona del euro notificaron un déficit superior al 3% del PIB (Irlanda, Grecia, España, Francia y Malta).

En su reunión del 27 de abril de 2009, el Consejo de la Unión Europea inició procedimientos de déficit excesivo contra cuatro países de la zona del euro que en el año 2008 incumplieron el valor de referencia del 3% del PIB. A Irlanda, España y Francia se les concedió una ampliación del plazo para corregir sus déficit excesivos a la vista de la recesión actual, que, según la Comisión Europea y el Consejo, constituye «circunstancias especiales». Estos plazos son el año 2012 para España y Francia y el 2013 para Irlanda. El Consejo también inició un procedimiento de déficit excesivo contra Grecia, basándose en los déficit excesivos registrados en el 2007 y el 2008, y ha fijado el año 2010 como límite para su corrección. Además, la Comisión dio el primer paso para iniciar un procedimiento de déficit excesivo contra Malta el 13 de mayo de 2009. Este paso ya se había dado a

Cuadro 9 Evolución de las finanzas públicas de la zona del euro

(en porcentaje del PIB)	2005	2006	2007	2008	2009	2010	Variación total 2008-2010
Administraciones Públicas							
a. Ingresos totales	44,8	45,3	45,4	44,7	44,8	44,4	-0,3
b. Gastos totales	47,3	46,6	46,1	46,6	50,1	51,0	4,3
Saldo presupuestario (a - b)	-2,5	-1,3	-0,6	-1,9	-5,3	-6,5	-4,6
Saldo presupuestario primario	0,4	1,6	2,3	1,1	-2,3	-3,3	-4,4
Contribuciones al saldo presupuestario							
Componente cíclico	0,0	0,7	1,2	1,0	-1,4	-1,8	-2,8
Gasto por intereses	2,9	2,9	2,9	3,0	3,0	3,2	0,2
Saldo presupuestario ajustado de ciclo	-2,5	-1,9	-1,9	-2,9	-3,9	-4,7	-1,9
Saldo presupuestario primario ajustado de ciclo	0,4	0,9	1,1	0,1	-0,9	-1,5	-1,6
Saldo estructural	-2,7	-2,0	-1,8	-2,8	-3,9	-4,7	-1,9
Deuda bruta	70,0	68,3	66,0	69,3	77,7	83,8	14,5
Pro memoria: PIB real (tasa de variación interanual)	1,7	2,9	2,7	0,8	-4,0	-0,1	

Fuentes: Previsiones económicas de la Comisión Europea, primavera del 2009, y cálculos del BCE.

raíz de la notificación fiscal de otoño del 2008, aunque no se continuó con el procedimiento porque el exceso con respecto al valor de referencia del déficit se consideró reducido y de carácter temporal. Sin embargo, en la notificación de primavera del 2009, el déficit de Malta en el 2008 se revisó al alza hasta el 4,7% del PIB.

La deuda pública de la zona del euro se situó en el 69,3% del PIB en el 2008, en comparación con el 66% del 2007. El aumento de la deuda se financió principalmente mediante valores de renta fija a corto plazo. Ocho de los 16 países que integran la zona del euro notificaron ratios de deuda por encima del 60% del PIB, el valor de referencia. El aumento del endeudamiento público fue especialmente acusado en Irlanda, Países Bajos, Luxemburgo y Bélgica, países en los que se realizaron importantes ajustes entre déficit y deuda como consecuencia de las medidas adoptadas para estabilizar los mercados financieros. Dado que Eurostat todavía no ha publicado una decisión sobre diversas cuestiones relacionadas con el registro estadístico de las intervenciones de los Gobiernos en la crisis financiera, no puede descartarse que, en el futuro, sea necesario realizar revisiones de los datos sobre el déficit y la deuda.

PERSPECTIVAS DE LAS FINANZAS PÚBLICAS EN EL 2009 Y EL 2010

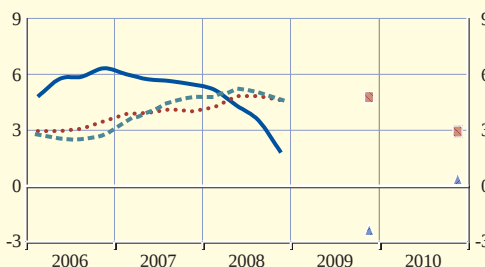
Las perspectivas de las finanzas públicas en la zona del euro son poco alentadoras. Según las previsiones económicas de primavera del 2009 de la Comisión, el déficit público de la zona aumentará hasta el 5,3% del PIB en el 2009 y hasta el 6,5% en el 2010 (véase cuadro 9). Se prevé que únicamente tres países de la zona del euro, Chipre, Luxemburgo y Finlandia, no incumplan el valor de referencia del 3% del PIB en el 2009 y el 2010. El incremento previsto de los déficit es resultado del deterioro del entorno macroeconómico (por la acción de los estabilizadores fiscales automáticos y la disminución de los ingresos), de las medidas de estímulo fiscal adoptadas en respuesta a la acusada desaceleración económica (que asciende a casi el 2% del PIB, en cifras acumuladas de dos años), así como del intenso ritmo de crecimiento del gasto público. Del impulso fiscal total de la zona del euro del 4,6% del PIB en el 2009 y el 2010 (que corresponde a la variación del saldo presupuestario durante este período) incluido en las previsiones de la Comisión, 2,8 puntos porcentuales pueden atribuirse al componente cíclico, es decir, al impacto de la evolución macroeconómica.

Según las previsiones de la Comisión, la caída del crecimiento de los ingresos nominales en la zona del euro, patente en las estadísticas trimestrales de las finanzas públicas disponibles hasta el final del 2008, continuará (véase gráfico 53a). Se prevé que los ingresos se reduzcan casi un 3% este año y que se estabilicen en el 2010, así como que, en el 2009, el gasto nominal continúe aumentando en

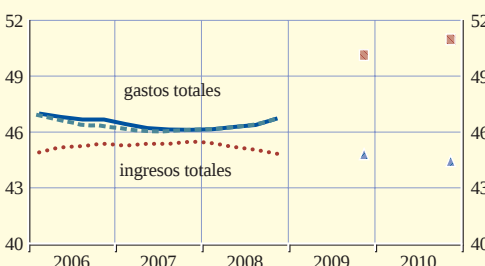
Gráfico 53 Estadísticas y previsiones trimestrales de las finanzas públicas en la zona del euro

- Ingresos totales, trimestrales
- ... Gastos totales, trimestrales
- - - Gastos totales, trimestrales (excluidos factores especiales en Italia)
- ▲ Ingresos totales, anuales (previsión de la CE)
- Gastos totales, anuales (previsión de la CE)

a) tasa de crecimiento interanual en términos nominales de sumas móviles de cuatro trimestres



b) Sumas móviles de cuatro trimestres en porcentaje del PIB



Fuentes: Cálculos del BCE basados en datos nacionales y de Eurostat, previsiones económicas de la Comisión Europea, primavera del 2009. Nota: El gráfico muestra la evolución de los ingresos totales y del gasto total en términos de sumas móviles de cuatro trimestres para el período I 2006-IV 2008, más las previsiones anuales para el 2009 y el 2010 obtenidas de las previsiones económicas de la Comisión Europea de primavera del 2009. En el caso de Italia, los factores especiales excluidos del gasto total estuvieron relacionados con la asunción de la deuda de los ferrocarriles.

torno a la misma tasa que en el 2008, y que su crecimiento se modere hasta situarse en torno al 3% en el 2010. Junto con la disminución del PIB nominal en el 2009, el persistente crecimiento del gasto se traducirá en un pronunciado incremento de la ratio de gasto de la zona del euro, del 46,6% del PIB en el 2008 al 51% en el 2010 (véase gráfico 53b).

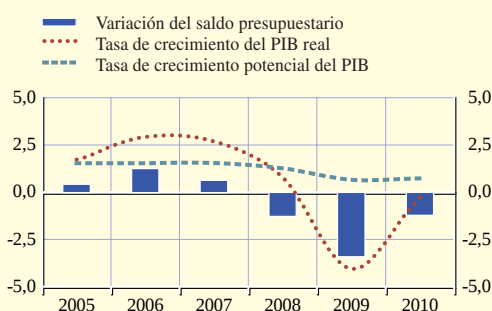
En cuanto a los componentes que determinarán el aumento previsto del déficit, la fuerte desaceleración económica actual dificulta el cálculo de la tasa de crecimiento potencial, lo que acrecienta las consabidas dificultades para valorar la contribución cíclica al deterioro de las finanzas públicas. Se estima que el deterioro presupuestario previsto en la zona del euro estará impulsado, en su mayor parte, por el abultado déficit primario, mientras que el aumento de los pagos por intereses supondrá una contribución menor (véanse gráficos 54a y 54b). El empeoramiento del saldo presupuestario primario en el 2009 puede atribuirse, principalmente, a la elevada contribución cíclica negativa, mientras que, en el 2010, se espera que la relajación presupuestaria tenga una importancia relativa mayor (véase gráfico 54c).

Como consecuencia de los elevados déficit (primarios), de la necesidad de financiar las inyecciones de capital y las adquisiciones de activos en apoyo de instituciones financieras, así como de las tasas negativas de crecimiento del PIB real previstas en el 2009 y el 2010, se espera que la ratio media de deuda pública en relación con el PIB de la zona del euro aumente del 69,3% del PIB en el 2008 al 83,8% en el

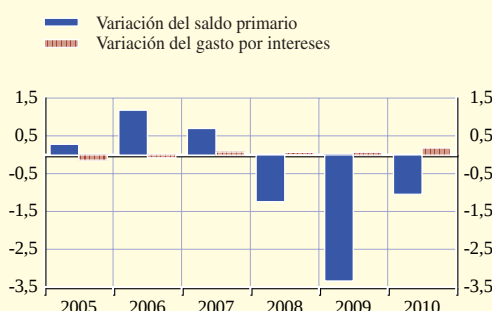
Gráfico 54 Determinantes de la evolución presupuestaria de la zona del euro

(en puntos porcentuales del PIB; tasas de variación)

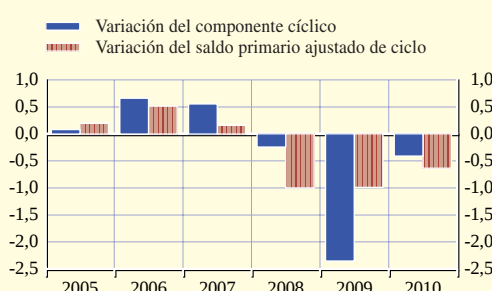
a) Crecimiento del PIB real y variación interanual del saldo presupuestario



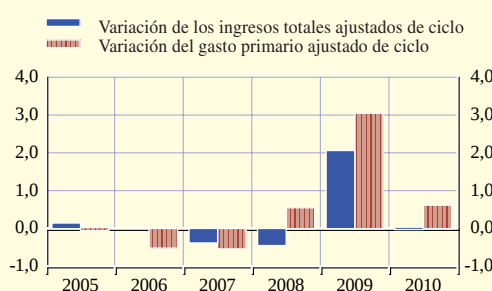
b) Variaciones interanuales de los determinantes del saldo presupuestario



c) Variaciones interanuales de los determinantes del saldo presupuestario primario



d) Variaciones interanuales de los determinantes del saldo presupuestario primario ajustado de ciclo



Fuentes: Previsiones económicas de la Comisión Europea, primavera del 2009, y cálculos del BCE.

2010. Se espera que esta ratio se incremente en casi todos los países de la zona del euro, con aumentos particularmente acusados en Irlanda y España. En el 2010 se prevé que once países de la zona del euro registren una ratio de deuda por encima del valor de referencia del 60% del PIB, es decir, tres más que en el 2008. En tres países, Bélgica, Grecia e Italia, se prevé que la ratio de deuda sea superior al 100% del PIB en el 2010.

VALORACIÓN

Las perspectivas de las finanzas públicas muestran un rápido y preocupante aumento de las ratios de déficit y de deuda públicas en la zona del euro en el período comprendido entre el 2008 y el 2010. Las medidas discrecionales adoptadas en la mayor parte de los países de la zona del euro en respuesta a la desaceleración económica, la acción de los estabilizadores fiscales automáticos, la disminución de los ingresos y el intenso crecimiento del gasto público son los principales factores determinantes del deterioro generalizado de las finanzas públicas. Aunque todos estos factores proporcionan un importante apoyo presupuestario a la economía, el aumento previsto de los déficit y de la deuda entrañan el riesgo de socavar la confianza en la sostenibilidad de las finanzas públicas. Por tanto, la adopción de nuevas medidas de estímulo fiscal podría ser contraproducente para el crecimiento económico. Para más información sobre el papel del activismo fiscal y la estabilización automática en épocas de incertidumbre económica, véase el recuadro titulado «Políticas fiscales discrecionales, estabilización automática e incertidumbre económica» en el Boletín Mensual de junio del 2008.

Aunque, hasta la fecha, el impacto sobre las finanzas públicas de la zona del euro de las medidas de apoyo al sector financiero ha sido limitado, todavía pueden surgir costes importantes. Hasta ahora, el aumento acumulado de la ratio de deuda pública de la zona del euro en el 2008 y el 2009, resultante de las inyecciones de capital y de las adquisiciones de activos para respaldar al sector financiero, asciende al 3,1% del PIB. De cara al futuro, no puede descartarse el riesgo de que esta ratio siga incrementándose, dada la posibilidad de que haya que proporcionar apoyo adicional al sector bancario o de que se exija la ejecución de los avales públicos. Un período prolongado de bajo crecimiento económico también causaría un impacto adverso sobre la ratio de deuda en relación con el PIB. Por otro lado, los costes presupuestarios del apoyo al sector financiero pueden compensarse, en parte, con las comisiones, los dividendos y los intereses pagados a los Gobiernos a cambio de la ayuda financiera. A medio plazo, los costes presupuestarios netos dependerán también de los ingresos obtenidos de la venta de activos adquiridos al sector financiero por parte de los Gobiernos. No obstante, el valor futuro de estos activos está sujeto a gran incertidumbre.

El rápido deterioro presupuestario previsto implica que será necesario adoptar medidas de ajuste ambiciosas y creíbles, con el fin de corregir los déficit excesivos a la mayor brevedad posible. Estas medidas de saneamiento aumentarán la confianza en la sostenibilidad de las finanzas públicas y, con ello, favorecerán el crecimiento del producto. La reducción de los déficit debería verse facilitada por el hecho de que las medidas de estímulo se hayan concebido como medidas temporales que se retirarán gradualmente de manera automática o se suprimirán en los próximos años. Sin embargo, el acusado aumento de la ratio de gasto público indica que es conveniente que los países de la zona del euro controlen el gasto con el fin de asegurar el retorno a unas situaciones presupuestarias saneadas, especialmente si el crecimiento del producto se mantiene en niveles moderados durante un período prolongado. Además, el fuerte incremento previsto de las ratios de deuda pública y el elevado volumen de pasivos contingentes en forma de avales públicos y otros compromisos para apoyar a los sectores financieros nacionales exigen especial atención por parte de los responsables de la política económica. Es probable que las medidas para afrontar la necesidad de contener el gasto y reducir la deuda sean más efectivas si están respaldadas por instituciones presupuestarias fuertes y por normas creíbles y adecuadamente diseñadas, definidas a medio plazo.

Para asegurar la confianza en la sostenibilidad de las finanzas públicas, es esencial preservar la integridad del marco fiscal basado en normas de la UE. A la vista de los resultados presupuestarios del 2008 y de las preocupantes perspectivas para las finanzas públicas, se han iniciado procedimientos de déficit excesivo contra los países que han incumplido el valor de referencia del 3% del PIB, de conformidad con lo dispuesto en el Pacto de Estabilidad y Crecimiento. Al formular las recomendaciones para corregir los déficit excesivos es conveniente tomar en consideración la pronunciada contracción del producto observada a raíz de la crisis financiera mundial y la magnitud del ajuste necesario, con el fin de decidir si concurren circunstancias especiales que puedan justificar plazos algo más prolongados de lo habitual. No obstante, es necesario actuar con prudencia para no aplazar indebidamente el saneamiento presupuestario en caso de que el crecimiento del producto se mantuviera reducido durante un largo período y corriera peligro la sostenibilidad presupuestaria. En algunos países de la zona del euro es necesario introducir contundentes medidas de saneamiento de las finanzas públicas en una fase temprana.

El retorno a unas posiciones presupuestarias saneadas en cuanto sea posible es aún más necesario para poder afrontar los costes presupuestarios asociados al envejecimiento de la población. El 5 de mayo de 2009, el Consejo ECOFIN aprobó las proyecciones actualizadas a largo plazo sobre el gasto público relacionado con el envejecimiento de la población (véase recuadro 7). El Consejo anunció asimismo que tomaría una decisión sobre la nueva fórmula para evaluar la idoneidad de los objetivos presupuestarios a medio plazo, que deberían tener en cuenta los pasivos públicos implícitos derivados del envejecimiento de la población, antes de la siguiente actualización de los programas de estabilidad y convergencia de los Estados miembros. En principio, los objetivos presupuestarios de medio plazo tienen una triple finalidad. En primer lugar, deben proporcionar un margen de seguridad suficiente con respecto al valor de referencia del 3% del PIB para el déficit público. En segundo lugar, deben asegurar que se avanza con rapidez hacia la sostenibilidad presupuestaria y, en tercer lugar, deberían proporcionar suficiente margen de maniobra. La nueva fórmula para determinar los objetivos presupuestarios de medio plazo debe ser transparente con el fin de facilitar una comparación directa entre Estados miembros. Los nuevos objetivos resultantes específicos para cada país también deberán ser lo suficientemente ambiciosos como para alcanzar las metas mencionadas al mismo tiempo que tienen en cuenta los costes presupuestarios derivados del envejecimiento de la población.

Recuadro 7

INFORME DE 2009 SOBRE EL ENVEJECIMIENTO DEMOGRÁFICO: PROYECCIONES ACTUALIZADAS SOBRE EL GASTO PÚBLICO RELACIONADO CON EL ENVEJECIMIENTO DE LA POBLACIÓN

En abril se publicó el Informe de 2009 sobre el envejecimiento demográfico, elaborado por la Comisión Europea y el Grupo de Trabajo sobre Envejecimiento del Comité de Política Económica de la UE¹. Teniendo en cuenta las perspectivas demográficas más recientes publicadas por Eurostat en el 2008, el Informe contiene una actualización de las proyecciones del 2006 sobre el gasto público relacionado con el envejecimiento en los 27 Estados miembros de la UE para el período 2007–2060. A continuación, se analizan y evalúan sucintamente los resultados de las proyecciones, que se basan en un escenario de «invariabilidad de las políticas» centrado en los países de la zona del euro.

¹ Véase Comisión Europea y Comité de Política Económica (2009) «The 2009 Ageing Report: Economic and budgetary projections for the EU-27 Member States (2008–2060)», European Economy 2/2009, Bruselas.

Significativo aumento del gasto público total relacionado con el envejecimiento hasta el año 2060

En el cuadro se resumen los resultados de las proyecciones del gasto total relacionado con el envejecimiento demográfico para los países de la zona del euro en porcentaje del PIB durante el período 2007-2060, que comprende el gasto público en pensiones, atención sanitaria, cuidados de larga duración, prestaciones por desempleo y educación. Para el conjunto de la zona del euro, se proyecta un incremento de dicho gasto en relación con el PIB de 5,2 puntos porcentuales durante el período que abarcan las proyecciones. Este aumento refleja, en gran medida, un incremento del gasto en pensiones y, en menor grado, del gasto en atención sanitaria y cuidados de larga duración, mientras que los gastos en prestaciones por desempleo y educación se reducirían ligeramente según las proyecciones. Las proyecciones indican también que la variación de las ratios del gasto total relacionado con el envejecimiento en el período 2007-2060 será muy diferente en cada país de la zona del euro, oscilando entre un aumento de 18 puntos porcentuales en Luxemburgo y de 15,9 puntos porcentuales en Grecia y de 1,6 puntos porcentuales en Italia. Las proyecciones muestran que el porcentaje más elevado de gasto público en relación con el envejecimiento de la población corresponde a las pensiones, aunque su evolución será muy heterogénea en los distintos países. Todos los Estados miembros de la zona del euro experimentarán un aumento de la ratio de gasto en atención sanitaria, registrándose el mayor incremento en Malta (3,3 puntos porcentuales) y el menor en Chipre (0,6 puntos porcentuales). Asimismo, se proyecta que el gasto público en cuidados de larga duración aumentará en todos los países de la zona del euro salvo en Chipre, en donde no experimentará variación. Por último, en la mayoría de los países de la zona del euro, las ratios de gasto público en educación y prestaciones por desempleo se reducirán ligeramente o se mantendrán estables.

Porcentaje del PIB que representa el gasto público relacionado con el envejecimiento, 2007-2060

(en porcentaje del PIB; variaciones en puntos porcentuales)

	Pensiones		Atención sanitaria		Cuidados de larga duración		Prestaciones por desempleo		Educación		Total
	Nivel 2007	Variación 2007-2060	Nivel 2007	Variación 2007-2060	Nivel 2007	Variación 2007-2060	Nivel 2007	Variación 2007-2060	Nivel 2007	Variación 2007-2060	Variación 2007-2060
Bélgica	10,0	4,8	7,6	1,2	1,5	1,4	1,9	-0,4	5,5	0,0	6,9
Alemania	10,4	2,3	7,4	1,8	0,9	1,4	0,9	-0,3	3,9	-0,4	4,8
Irlanda	5,2	6,1	5,8	1,8	0,8	1,3	0,8	0,1	4,5	-0,3	8,9
Grecia	11,7	12,4	5,0	1,4	1,4	2,2	0,3	-0,1	3,7	0,0	15,9
España	8,4	6,7	5,5	1,6	0,5	0,9	1,3	-0,4	3,5	0,1	9,0
Francia	13,0	1,0	8,1	1,2	1,4	0,8	1,2	-0,3	4,7	0,0	2,7
Italia	14,0	-0,4	5,9	1,1	1,7	1,3	0,4	0,0	4,1	-0,3	1,6
Chipre	6,3	11,4	2,7	0,6	0,0	0,0	0,3	-0,1	6,1	-1,2	10,8
Luxemburgo	8,7	15,2	5,8	1,2	1,4	2,0	0,4	0,0	3,8	-0,5	18,0
Malta	7,2	6,2	4,7	3,3	1,0	1,6	0,4	0,0	5,0	-1,0	10,2
Países Bajos	6,6	4,0	4,8	1,0	3,4	4,7	1,1	-0,1	4,6	-0,2	9,4
Austria	12,8	0,9	6,5	1,5	1,3	1,2	0,7	0,0	4,8	-0,5	3,1
Portugal	11,4	2,1	7,2	1,9	0,1	0,1	1,2	-0,4	4,6	-0,3	3,4
Eslovenia	9,9	8,8	6,6	1,9	1,1	1,8	0,2	0,0	5,1	0,4	12,8
Eslovaquia	6,8	3,4	5,0	2,3	0,2	0,4	0,1	-0,1	3,1	-0,8	5,2
Finlandia	10,0	3,3	5,5	1,0	1,8	2,6	1,2	-0,2	5,7	-0,3	6,3
Zona del euro	11,1	2,8	6,7	1,4	1,3	1,4	1,0	-0,2	4,2	-0,2	5,2

Fuente: Informe 2009 sobre el envejecimiento de la población.

En comparación con las últimas proyecciones realizadas en el 2006, se espera que para 12 Estados miembros de la zona del euro el gasto público en pensiones aumente de forma más pronunciada de lo previsto anteriormente. Por el contrario, se han revisado a la baja los resultados de las proyecciones para cuatro Estados miembros. El motivo de estas revisiones varía de unos países a otros, desde cambios en las perspectivas demográficas y en los supuestos macroeconómicos hasta reformas estructurales que afectan al gasto público relacionado con el envejecimiento de la población. En el caso de Grecia, no se disponía de proyecciones sobre el gasto en pensiones en el 2006.

La fuerte desaceleración económica podría elevar aún más los gastos presupuestarios relacionados con el envejecimiento de la población

El escenario macroeconómico en el que se basan las proyecciones de gasto en relación con el envejecimiento se cerró en el 2008 y, por lo tanto, no incluye el impacto de la reciente desaceleración económica. Para tener en cuenta el efecto potencial de tan severa desaceleración sobre los costes relacionados con el envejecimiento se consideraron dos tipos de perturbaciones negativas. En primer lugar, se simulaban perturbaciones negativas transitorias en dos escenarios alternativos: uno de «recuperación con repunte» y otro de «década perdida». Estos escenarios conllevan dos supuestos diferentes respecto a la duración de la perturbación transitoria. El escenario más bien optimista de la «recuperación con repunte» se basa en el supuesto de que la economía europea repuntará pronto y, para el año 2020, habrá retornado a los niveles de PIB registrados antes de la crisis. En el escenario de la «década perdida» se supone que podría tardarse hasta el año 2020 para volver a registrar las tasas de crecimiento real (pero no el nivel de PIB) establecidas en el escenario de referencia. Segundo, en el peor escenario posible, se simula una perturbación (negativa) permanente sobre el potencial de crecimiento de las economías de la UE². En este caso, se supone que la desaceleración en curso dará lugar a una tasa de paro permanentemente más alta y a una tasa de crecimiento de la productividad del trabajo permanentemente más baja en comparación con el escenario de referencia. Siguiendo con esta comparación, en el escenario de «recuperación con repunte» no se produciría un impacto adicional significativo sobre los costes totales relacionados con el envejecimiento. Sin embargo, con el escenario de la «década perdida», las proyecciones indican que, en los Estados miembros de la zona del euro, dichos costes aumentarían, adicionalmente, 0,9 puntos porcentuales del PIB en el período comprendido entre los años 2007 y 2060. A su vez, de conformidad con el «escenario de perturbación (negativa) permanente», el aumento es mayor, hasta 1,8 puntos porcentuales. Así pues, los escenarios indican que, si se tiene en cuenta la desaceleración económica, las proyecciones podrían incrementar hasta en un 15%-35% los costes presupuestarios relacionados con el envejecimiento en dicho período.

Es imprescindible adoptar reformas estructurales y sanear las finanzas públicas

El Informe 2009 sobre el envejecimiento de la población presenta, de manera singular, información comparable especialmente sobre los sistemas de pensiones de los 27 Estados miembros de la UE, destacando la urgente necesidad de adoptar reformas estructurales en materia de pensiones y aten-

2 El escenario de referencia se basa en el supuesto de que la tasa media interanual de crecimiento potencial del PIB se reducirá en la zona del euro, desde el 2,1% en el período 2007-2020 hasta el 1,7% en el período 2021-2030 y hasta el 1,3% en el período 2041-2060, debido principalmente al negativo impacto de la evolución demográfica.

ción sanitaria. Con todo, hay razones para considerar que en las proyecciones de referencia del gasto público relacionado con el envejecimiento de la población que aparecen en el Informe se subestiman los costes que efectivamente entrañará dicho envejecimiento. En primer lugar, las proyecciones de los costes de atención sanitaria en el escenario de referencia se basan en el supuesto de que la elasticidad renta sea de sólo 1,1, lo que, según indica la evidencia empírica, equivaldría a subestimar el impacto del aumento de la demanda de mejoras tecnológicas, intensivas en costes, en el futuro. En segundo lugar, las proyecciones del gasto público en cuidados de larga duración podrían subestimar el impacto que tendría un cambio, en este concepto, del sector informal al sector formal, especialmente en muchos de los nuevos Estados miembros de la UE, que actualmente sólo brindan una atención limitada de este tipo con carácter formal. En tercer lugar, como se indica anteriormente, si se tiene en cuenta la desaceleración económica, las proyecciones del escenario de referencia con respecto a los costes presupuestarios relacionados con el envejecimiento podrían aumentar significativamente, entre otras razones porque el crecimiento potencial podría ser menor de lo que se supone en las proyecciones.

Subestimar los costes fiscales inducidos por el envejecimiento de la población resulta problemático por dos motivos. En primer lugar, no se consideran en su justa medida los riesgos para la sostenibilidad fiscal ni, por consiguiente, la necesidad de introducir reformas fiscales y sanear las finanzas públicas. En segundo lugar, es problemático porque en el marco del Pacto de Estabilidad y Crecimiento estas proyecciones han adquirido una creciente importancia, ya que servirán para determinar los objetivos presupuestarios a medio plazo de los diversos países, objetivos que, en esas circunstancias, tenderían a ser insuficientemente ambiciosos.

Habida cuenta de los importantes y crecientes riesgos para la sostenibilidad fiscal que se observan en varios países de la zona del euro en la presente coyuntura, es necesario que los países se fijen objetivos presupuestarios a medio plazo suficientemente ambiciosos y adopten una trayectoria creíble que les permita sanear las finanzas públicas. Al mismo tiempo, para hacer frente a los retos económicos y presupuestarios que plantea el envejecimiento de la población, resulta cada vez más apremiante aplicar la estrategia triple formulada por el Consejo Europeo de Estocolmo en el 2001, que incluye las siguientes medidas: (i) reducir rápidamente la deuda pública; (ii) elevar las tasas de ocupación y de productividad; y (iii) reformar los sistemas de pensiones, atención sanitaria y cuidados de larga duración.

6 PROYECCIONES MACROECONÓMICAS ELABORADAS POR LOS EXPERTOS DEL EUROSISTEMA PARA LA ZONA DEL EURO

A partir de los datos disponibles hasta el 22 de mayo de 2009, los expertos del Eurosistema han elaborado una serie de proyecciones sobre la evolución macroeconómica de la zona del euro¹. Como reflejo de las desfavorables perspectivas tanto del crecimiento mundial como de la demanda interna, se proyecta que el crecimiento medio anual del PIB real se sitúe entre el -5,1% y el -4,1% en el 2009. Se espera que a medida que la situación mundial y de la zona del euro mejore, el crecimiento del PIB se sitúe entre el -1,0% y el 0,4% en el 2010. Las proyecciones indican que la inflación se moderará como consecuencia de la desaceleración de la actividad económica y, a corto plazo, de los efectos de base derivados de los precios de las materias primas. La tasa media de variación del Índice Armonizado de Precios de Consumo (IAPC) se situará entre el 0,1% y el 0,5% en el 2009, y entre el 0,6% y el 1,4% en el 2010.

Recuadro 8

SUPUESTOS TÉCNICOS RELATIVOS A LOS TIPOS DE INTERÉS, LOS TIPOS DE CAMBIO, LOS PRECIOS DE LAS MATERIAS PRIMAS Y LAS POLÍTICAS FISCALES

Los supuestos técnicos relativos a los tipos de interés y a los precios de las materias primas energéticas y no energéticas se basan en las expectativas de los mercados consideradas hasta el 13 de mayo de 2009¹. El supuesto sobre los tipos de interés a corto plazo posee un carácter puramente técnico. Dichos tipos se miden por el EURIBOR a tres meses, y las expectativas de los mercados se basan en los tipos de interés de los futuros. Esta metodología implica que los tipos de interés a corto plazo se mantendrán prácticamente estables en torno al 1,2% entre el segundo y el último trimestre de este año, y que aumentarían en promedio hasta el 1,6% en el 2010. Las expectativas de los mercados referidas al rendimiento nominal de la deuda pública a diez años de la zona del euro muestran un ligero ascenso, desde una media del 4,2% en el 2009, hasta el 4,6% en el 2010. El escenario de referencia de las proyecciones tiene en cuenta las actuales condiciones de financiación más restrictivas, aunque también incluye el supuesto de que, durante el período considerado en las mismas, los diferenciales de los préstamos bancarios respecto de los tipos de interés mencionados con anterioridad disminuyan ligeramente. Del mismo modo, conforme a los supuestos, las restrictivas condiciones crediticias actuales se suavizarán de forma gradual durante el horizonte temporal contemplado. En cuanto a las materias primas, sobre la base de la trayectoria implícita en los mercados de futuros en las dos semanas previas a la fecha de cierre de los datos, se estima que los precios del petróleo se situarán, en promedio, en 54,5 dólares estadounidenses por barril en el 2009 y en 65,5 en el 2010. Los precios

¹ Los supuestos relativos a los precios del petróleo y de los alimentos se basan en los precios de los futuros hasta el final del 2010. Los supuestos referidos a otras materias primas reflejan los precios de los futuros hasta el segundo trimestre del 2010 y, a partir de entonces, una evolución acorde con la actividad económica mundial.

¹ Las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema han sido preparadas conjuntamente por los expertos del BCE y de los bancos centrales nacionales de la zona del euro, y constituyen una aportación semestral a la valoración que el Consejo de Gobierno realiza sobre la evolución económica y sobre los riesgos para la estabilidad de precios. En la publicación titulada «A guide to Eurosystem staff macroeconomic projections exercises» (BCE, junio del 2001), disponible en la dirección del BCE en Internet, se facilita más información sobre los procedimientos y técnicas utilizados. Con objeto de expresar el grado de incertidumbre que rodea a las proyecciones, se presentan intervalos que corresponden, para cada variable y cada horizonte temporal, a un intervalo de probabilidad del 75% basado en un modelo. Esta técnica se explica en la publicación titulada «New procedure for constructing ECB staff projection ranges» (BCE, septiembre del 2008) que también puede consultarse en la dirección del BCE en Internet. Dadas las excepcionales circunstancias económicas y financieras actuales, el grado de incertidumbre que rodea a las proyecciones es mayor de lo habitual.

internacionales de los alimentos se reducirán previsiblemente un 10,9% en el 2009 y se incrementarán de nuevo en el 2010. Los precios de las restantes materias primas (no energéticas y no alimentarias), en dólares estadounidenses, disminuirán de forma significativa un 24,7% en el 2009, y aumentarían un 9,2% en el 2010.

Se parte del supuesto técnico de que, durante el período abarcado por las proyecciones, los tipos de cambio bilaterales permanecerán estables en los niveles medios registrados en las dos semanas previas a la fecha de cierre de los datos, lo cual implica que el tipo de cambio entre el euro y el dólar estadounidense se situará en 1,33 en el 2009 y en 1,34 en el 2010 y que, en promedio, el tipo de cambio efectivo del euro será en el 2009 un 0,6% inferior a la media del 2008 y en el 2010 un 0,1% superior a la media del 2009.

Los supuestos relativos a la política fiscal se basan en los planes presupuestarios nacionales de cada uno de los países pertenecientes a la zona del euro a fecha de 13 de mayo de 2009, e incluyen todas las medidas que ya han sido aprobadas por los parlamentos o que han sido concretadas por los gobiernos y probablemente se aprueben tras su tramitación legislativa.

ENTORNO INTERNACIONAL

Las perspectivas de la economía mundial continúan viéndose afectadas por la crisis financiera. El comercio internacional experimentó de forma simultánea un desplome sin precedentes a finales del 2008 y principios del 2009. La desaceleración se ha producido simultáneamente en numerosos países, a medida que el desplome del comercio internacional ha intensificado los efectos adversos iniciales de las turbulencias financieras. Sin embargo, la tendencia de los indicadores económicos a corto plazo parece haber tocado fondo en los últimos meses y se proyecta que la actividad mundial vuelva a cobrar intensidad a finales del 2009. No obstante, como reflejo de la necesidad generalizada de sanear los balances, el ritmo de crecimiento mundial se mantendría lento durante el horizonte considerado. En conjunto, el crecimiento del PIB real mundial fuera de la zona del euro se descendería en promedio un 1,6% en el 2009, si bien aumentaría un 2,1% en el 2010. En consecuencia, se espera que el crecimiento de los mercados de exportación de la zona del euro se reduzcan en un 13,0% en el 2009, para recuperarse hasta el 1,0% en el 2010.

PROYECCIONES RELATIVAS AL CRECIMIENTO DEL PIB REAL

La economía de la zona del euro se ha visto negativamente afectada por la atonía de la economía mundial, la pérdida de confianza y las restrictivas condiciones de financiación. De acuerdo con la estimación preliminar de Eurostat, el crecimiento del PIB real de la zona del euro se contrajo un 2,5% en el primer trimestre del 2009. Este resultado, junto con el crecimiento negativo registrado en los últimos tres trimestres del 2008, tiene un considerable efecto mecánico negativo de hasta -4 puntos porcentuales en la tasa interanual de crecimiento del PIB en el 2009. La disminución observada en el PIB de la zona del euro refleja una brusca contracción de las exportaciones derivada del desplome del comercio internacional. La acusada caída de las exportaciones, junto con el bajo nivel de confianza y las restricciones a la financiación, ha producido un recorte sustancial de la inversión empresarial, mientras que la reducción de las existencias ha lastrado el crecimiento. En consonancia con la reciente estabilización de los indicadores procedentes de las encuestas, que sugieren que el nivel mínimo de crecimiento intertrimestral se alcanzó a principios del 2009, se estima que durante lo que queda de año el descenso de la actividad no se producirá a unas tasas tan negativas como las registradas recientemente. Después de una fase de esta-

bilización, se espera registrar tasas de crecimiento intertrimestrales positivas a mediados del 2010. Esta trayectoria refleja la continuada mejora de las condiciones mundiales y de la zona del euro proyectada, a medida que los mercados financieros se normalicen y se recobre la confianza, debido en parte a las políticas macroeconómicas de apoyo. El crecimiento medio anual del PIB real proyectado se situará entre el -5,1% y el -4,1% en el 2009 y repuntará hasta un intervalo de entre -1,0% y 0,4% en el 2010.

Más concretamente, entre los componentes internos del PIB, la inversión total descenderá previsiblemente, experimentando un ajuste a la baja concentrado en el 2009 y tasas de crecimiento cada vez menos negativas en el siguiente año. Se proyecta que la inversión privada no residencial se contraiga, como consecuencia de la debilidad de la demanda externa, la extraordinariamente menor utilización de la capacidad productiva y la disminución de los márgenes de beneficio. Las proyecciones relativas a la inversión residencial reflejan también los ajustes de los precios de la vivienda que se están produciendo en algunos países. En consonancia con las medidas fiscales anunciadas en varios países de la zona del euro, conforme a los supuestos, la inversión pública en términos reales se incrementará considerablemente en el 2009 y se desacelerará en el 2010.

Asimismo, el crecimiento del consumo privado estimado será moderado en los próximos meses, pero mucho menos que el de otros componentes de la demanda. Esta evolución refleja en gran medida la trayectoria del crecimiento de la renta real disponible. Las proyecciones indican que, en conjunto, la renta real se mantendrá prácticamente estable durante el horizonte temporal considerado. Es previsible que se vea negativamente afectada por la caída del empleo durante todo el período, en especial en el 2009, aunque estará respaldada por el reducido nivel de inflación, así como por las medidas fiscales adoptadas en algunos países de la zona del euro que impulsan las transferencias y reducen los impuestos. Conforme a los supuestos, durante todo el horizonte abarcado por las proyecciones, el aumento del consumo privado será ligeramente inferior al de la renta, ya que se espera que el ahorro por motivo precaución siga siendo elevado, en un contexto de gran incertidumbre económica, de aumento del desempleo, y de disminución de la riqueza de los hogares consecuencia en parte de la moderación de los precios de la vivienda.

Se proyecta que las exportaciones de la zona del euro caigan de forma notable en la primera mitad del 2009, como reflejo del actual deterioro de la demanda externa. A partir de entonces, como consecuencia del repunte de la demanda mundial esperado, las tasas de crecimiento de las exportaciones volverían progresivamente a registrar cifras positivas. Del mismo modo, las importaciones de la

Cuadro 10 Proyecciones macroeconómicas para la zona del euro

(tasas medias de variación anuales) ^{1), 2)}

	2008	2008	2010
IAPC	3,3	0,1 - 0,5	0,6 - 1,4
PIB real	0,6	-5,1 - -4,1	-1,0 - 0,4
Consumo privado	0,3	-1,3 - -0,5	-1,1 - 0,3
Consumo público	2,0	1,4 - 2,0	0,9 - 1,7
Formación bruta de capital fijo	-0,3	-12,3 - -10,1	-6,1 - -2,1
Exportaciones (bienes y servicios)	0,8	-16,6 - -14,0	-2,0 - 1,0
Importaciones (bienes y servicios)	0,9	-13,8 - -11,2	-3,0 - 1,4

1) Las proyecciones sobre el PIB real y sus componentes se basan en datos ajustados por días laborables. Las proyecciones relativas a importaciones y exportaciones incluyen los intercambios entre los países de la zona del euro.

2) Las cifras incluyen a Eslovaquia desde el 2008, excepto las relativas al IAPC, que sólo incluyen a dicho país desde el 2009. Las tasas medias de variación anuales para el 2009 se basan en una composición de la zona del euro que incluye a Eslovaquia ya en el 2008.

zona del euro se reducirían en el 2009, siendo superiores al descenso de la demanda interna esperado, si bien se recuperarían en el 2010, cuando la demanda final se recupere. Dado que la reducción de las exportaciones estimada es superior a la caída de las importaciones, la demanda exterior neta contribuye significativamente al deterioro del PIB en el 2009; se espera que su contribución sea prácticamente neutra en el 2010.

Como reflejo de las proyecciones relativas a la actividad económica, se espera que el número total de horas trabajadas en la zona del euro disminuya durante todo el horizonte contemplado. Aunque en principio se proyecta que el ajuste se produzca mediante una reducción de horas por trabajador, cabe sin embargo esperar que afecte al número de personas empleadas. Asimismo, la característica rigidez de los salarios moderaría la demanda de trabajo en un contexto de acusada desaceleración de la actividad. Como reflejo de las proyecciones de empleo, la tasa de paro aumentaría durante el horizonte de proyección considerado.

PROYECCIONES SOBRE PRECIOS Y COSTES

Tras la acusada caída de la inflación medida por el IAPC desde mediados del 2008, las tasas de inflación continuarán previsiblemente disminuyendo hasta mediados del 2009, situándose transitoriamente en niveles por debajo de cero durante el verano y el otoño de ese año, incrementándose de nuevo a partir de entonces. Esta evolución a corto plazo se debe en gran medida a los fuertes efectos de base a la baja y a los anteriores descensos de los precios de las materias primas. La tasa media de inflación anual proyectada se situará entre el 0,1% y el 0,5% en el 2009 y repuntará hasta un intervalo de entre el 0,6% y el 1,4% en el 2010. El IAPC, excluida la energía, seguiría una trayectoria descendente hasta el 2010, reflejando el debilitamiento de la demanda agregada.

Más concretamente, las presiones externas sobre los precios disminuirían en el 2009, como consecuencia principalmente de la evolución pasada y futura estimada de los precios de las materias primas. A partir de esa fecha, los precios de importación se recuperarían moderadamente, a medida que tanto los precios de las materias primas como los de los competidores se recuperen ligeramente en todo el mundo.

Por lo que se refiere a las presiones sobre los precios internos, se estima que la remuneración por asalariado se desacelerará notablemente en el 2009, dado el deterioro de los mercados de trabajo, la caída de la inflación y la reducción de las horas trabajadas por asalariado. Las proyecciones señalan que el crecimiento de los salarios disminuirá de forma especialmente significativa en el sector privado, mientras que en el sector público la reacción será más lenta. El crecimiento anual de los costes laborales unitarios aumentaría considerablemente en el 2009, como reflejo de la rigidez de los salarios —derivada, entre otros factores, de los dos años de duración de los contratos— y del lento reajuste de las plantillas ante la acusada reducción del PIB, que se traduce en un crecimiento de la productividad negativo. Sin embargo, a medida que se produzca un repunte de la productividad acorde con la mejora cíclica en el 2010, es previsible que los costes laborales unitarios sean en general estables. Se espera que los márgenes de beneficio absorban el pronunciado aumento de los costes laborales unitarios en el 2009. Posteriormente, a medida que la actividad mejore gradualmente, los márgenes de beneficio se incrementarían de nuevo cuando las empresas traten de recuperar parte de las reducciones previas.

COMPARACIÓN CON LAS PROYECCIONES DE MARZO DEL 2009

Por lo que respecta al crecimiento del PIB real, los intervalos proyectados para el 2009 se han ajustado a la baja en comparación con los publicados en el Boletín Mensual de marzo del 2009. La revisión re-

Cuadro 11 Comparación con las proyecciones de marzo del 2009

(tasas medias de variación anuales)

	2009	2010
PIB real - Marzo 2009	-3,2 - -2,2	-0,7 - 0,7
PIB real - Junio 2009	-5,1 - -4,1	-1,0 - 0,4
IAPC - Marzo 2009	0,1 - 0,7	0,6 - 1,4
IAPC - Junio 2009	0,1 - 0,5	0,6 - 1,4

fleja casi exclusivamente un crecimiento en el primer trimestre del 2009 mucho más débil del previsto con anterioridad, relacionado con la menor actividad económica en todo el mundo, que reduce sustancialmente tanto las exportaciones como la demanda interna. Los intervalos correspondientes al 2010 se han revisado sólo ligeramente a la baja, reflejando los efectos retardados de la desaceleración de la actividad económica en el 2009.

En cuanto a la inflación medida por el IAPC, el intervalo proyectado para el 2009 se sitúa ligeramente por debajo del estimado en las proyecciones de marzo del 2009, y se mantiene prácticamente sin variación para el 2010. El hecho de que las proyecciones no hayan prácticamente variado se debe a que la incidencia del ritmo de la actividad, inferior al previsto, se ha compensado en gran medida con el aumento de los precios de las materias primas y, en particular, de los del petróleo.

Recuadro 9**PREVISIONES DE OTRAS INSTITUCIONES**

Diversas instituciones, tanto organismos privados como organizaciones internacionales, han publicado una serie de previsiones para la zona del euro. No obstante, cabe observar que estas previsiones no son estrictamente comparables entre sí ni con las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema, ya que las fechas de cierre de los últimos datos utilizados por cada una de ellas no coinciden. Por otro lado, difieren en cuanto a los métodos empleados (no especificados en detalle) para derivar los supuestos relativos a las variables fiscales y financieras y al entorno exterior, incluidos los precios del petróleo y de otras materias primas. Finalmente, las previsiones presentan diferencias en cuanto al método de ajuste por días laborables (véase cuadro).

Las previsiones realizadas por otras instituciones de que se dispone actualmente señalan que el PIB real de la zona del euro se reducirá previsiblemente entre un 3,4% y un 4,2% en el 2009, y que en el 2010 el crecimiento se situará entre el -0,4% y el 0,3%. Aunque la mayoría de las previsiones se encuadran dentro de los intervalos estimados en las proyecciones de los expertos del Eurosistema, algunas se sitúan por encima del intervalo proyectado para el 2009, probablemente como reflejo, entre otros extremos, de que se concluyeron antes de que se conociese el avance de Eurostat sobre el crecimiento del PIB en el primer trimestre del 2009. Al mismo tiempo, todas las previsiones para el 2010 se encuadran dentro de los intervalos estimados en las proyecciones de los expertos del Eurosistema.

Por lo que se refiere a la inflación, las previsiones de que se dispone estiman que la tasa de inflación anual medida por el IAPC se situará entre el 0,4% y el 0,6% en el 2009, y entre el 0,6% y el 1,3% en

Comparaciones entre previsiones de crecimiento del PIB real y de la inflación medida por el IAPC de la zona del euro

(tasas medias de variación anuales)

	Fecha de publicación	Crecimiento del PIB		Inflación medida por el IAPC	
		2009	2010	2009	2010
FMI	16 de abril de 2009	-4,2	-0,4	0,4	0,6
Comisión Europea	3 de mayo de 2009	-4,0	-0,1	0,4	1,2
Encuesta a expertos en previsión económica	14 de mayo de 2009	-3,4	0,2	0,5	1,3
Consensus Economics Forecasts	15 de mayo de 2009	-3,7	0,2	0,4	1,2
OCDE	31 de marzo de 2009	-4,1	-0,3	0,6	0,7
Proyecciones de los expertos del Eurosistema	4 de junio de 2009	-5,1 – -4,1	-1,0 – -4,1	0,1 – 0,5	0,6 – 1,4

Fuentes: Previsiones económicas de primavera de 2009 de la Comisión Europea; Perspectivas de la Economía Mundial del FMI de abril del 2009; Interim Economic Outlook de marzo del 2009; Consensus Economics Forecast y encuesta del BCE a expertos en previsión económica.

Nota: Las tasas de crecimiento anuales que figuran en las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema y en las previsiones de la OCDE están ajustadas por días laborables, mientras que las tasas de crecimiento anuales que aparecen en las previsiones de la Comisión Europea y del FMI no lo están. Las demás previsiones no especifican si los datos están ajustados por días laborables.

el 2010. Por lo tanto, la mayor parte de las previsiones sobre inflación disponibles concuerdan en general con los intervalos estimados en las proyecciones de los expertos del Eurosistema.

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

7.1 TIPOS DE CAMBIO

Los tipos de cambio nominales bilaterales del euro han seguido estando sujetos a considerables fluctuaciones durante los tres últimos meses, aunque en menor medida que antes, en el contexto de la notable reducción de la volatilidad implícita de los tipos de cambio en relación con los máximos históricos observados a finales del 2008. En los tres últimos meses, el euro ha registrado una apreciación general de alrededor del 3% en términos efectivos nominales.

TIPO DE CAMBIO EFECTIVO DEL EURO

Los tipos de cambio nominales bilaterales del euro han seguido estando sujetos a considerables fluctuaciones durante los tres últimos meses, aunque en menor medida que antes, en el contexto de la notable reducción de la volatilidad implícita de los tipos de cambio en relación con los máximos históricos observados a finales del 2008. En términos efectivos nominales, el euro se depreció primero, significativamente, en septiembre y octubre del 2008, en la medida en que la intensificación de la crisis financiera estimuló una demanda masiva de dólares estadounidenses. Tras un acusado repunte en la primera quincena de diciembre, la moneda única volvió a debilitarse en los dos primeros meses del 2009, cuando los mercados revisaron sensiblemente las perspectivas de crecimiento de la zona del euro. A partir de marzo, el euro se ha apreciado de forma generalizada, a pesar de haber registrado algunas fluctuaciones. El 3 de junio, 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 un 3,1% por encima del nivel observado a finales de febrero del 2009, pero todavía en torno a un 2% por debajo del máximo histórico de mediados de julio del 2008. En los tres últimos meses, el moderado fortalecimiento del euro en términos efectivos nominales ha ocultado importantes movimientos en términos bilaterales, habiéndose contrarrestado en parte la apreciación frente al dólar estadounidense, el yen japonés y, en menor medida, el franco suizo, con una depreciación frente a otras monedas europeas. La evolución de los tipos de cambio nominales bilaterales registrada desde finales de febrero ha contribuido a revertir los movimientos observados durante el período de tres meses anterior, cuando se estimó que algu-

Gráfico 55 Tipo de cambio efectivo del euro y sus componentes¹⁾

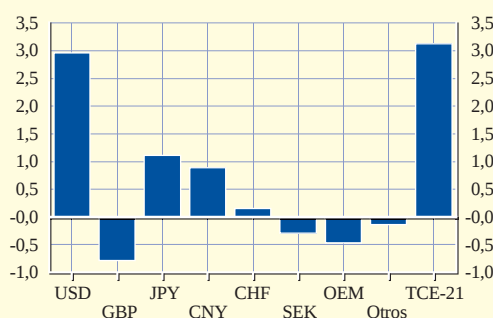
(datos diarios)

Índice: 1 1999 = 100



Contribuciones a las variaciones del TCE²⁾

Del 27 de febrero de 2009 al 3 de junio 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.

nas monedas, —entre ellas el dólar estadounidense— podrían desempeñar un papel de refugio seguro (véase gráfico 55). Por lo que respecta a los indicadores de competitividad internacional en términos de precios y costes de la zona del euro, basados en la evolución de los deflatores de los precios de consumo e industriales, en abril del 2009, el tipo de cambio efectivo real del euro se situaba, en promedio, alrededor de un 2% por debajo de la media del 2008 (véase gráfico 56).

DÓLAR ESTADOUNIDENSE/EURO

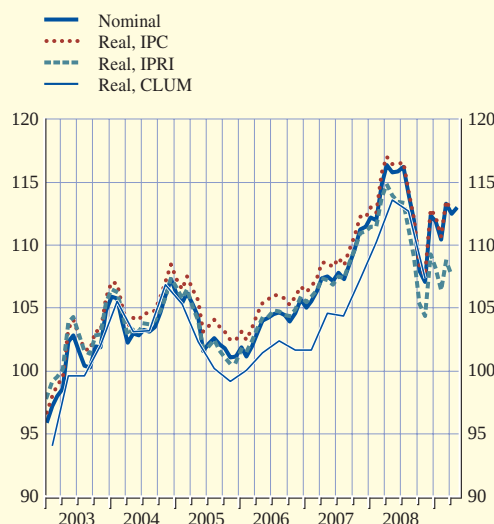
Tras la fuerte apreciación experimentada frente al dólar estadounidense en diciembre del 2008, principalmente como consecuencia de una nueva relajación de la política monetaria en Estados Unidos y de la caída de la demanda excepcional que había caracterizado a la moneda estadounidense, el euro se debilitó en los dos primeros meses del 2009. Este debilitamiento se asoció fundamentalmente a la publicación de datos macroeconómicos que llevaron a los participantes en los mercados a revisar significativamente las perspectivas de crecimiento de la zona del euro. No obstante, desde principios de marzo, la moneda única ha comenzado a fortalecerse de nuevo. El euro se ha visto respaldado por varios factores, como las fuertes caídas de las percepciones de riesgo que, al parecer, han inducido a los inversores a deshacerse de algunas monedas que, hasta entonces, se habían considerado como un refugio seguro, entre ellas, el dólar estadounidense y el yen japonés. El 3 de junio de 2009, el euro cotizaba a 1,42 dólares, es decir un 12,4% por encima del nivel de finales de febrero y alrededor de un 3,5% por debajo de la media del 2008 (véase gráfico 57).

YEN JAPONÉS/EURO

Siguiendo una evolución paralela a la observada frente al dólar estadounidense, el euro se depreció frente al yen japonés en el segundo semestre del 2008, bajando de unos 170 yenes por euro en julio hasta unos 120 yenes a finales de noviembre. El debilitamiento del euro en este período parece haber guardado relación con el elevado nivel de la volatilidad implícita de los tipos de cambio y con la convergencia de los tipos de interés a corto plazo a escala mundial, factores que, combinados, redujeron el atractivo de la moneda japonesa como medio de financiación de las posiciones de *carry trade*. Tras estabilizarse en cierta medida entre diciembre y mediados de febrero, el euro comenzó a apreciarse, posiblemente como consecuencia del significativo descenso de la actividad económica en Japón tanto en el último trimestre del 2008 como en el primero del 2009, así como del deterioro del mercado de trabajo japonés. Como se indicó anteriormente, la reducción de la volatilidad implícita de los tipos de cambio también podría haber influido en el yen, debido a la gradual diversificación que parece haberse producido en detrimento de algunas monedas que los inversores consideraban como refugio seguro. El 3 de junio de 2009, el euro cotizaba a 136,33 yenes, un 10,6% por encima del nivel observado a finales de febrero (véase de 2009, gráfico 57) y en torno a un 10,5% por debajo de la media del 2008.

Gráfico 56 Tipos de cambio efectivos nominal y real del euro¹⁾

(datos mensuales/trimestrales; índice: I 1999 = 100)



Fuente: BCE.

1) Un aumento de los índices de los TCE-21 supone una apreciación del euro. Las observaciones mensuales más recientes corresponden a febrero del 2009. En el caso de los TCE-21 reales basados en los CLUM, la última observación, basada en parte en estimaciones, corresponde al cuarto trimestre 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 al tipo de cambio correspondiente a las respectivas paridades centrales o en torno a dichas paridades (véase gráfico 58). Desde finales de noviembre del 2008, el lats letón ha cotizado, principalmente, en la zona débil de su banda de fluctuación unilateral de $\pm 1\%$, salvo por un breve período en enero.

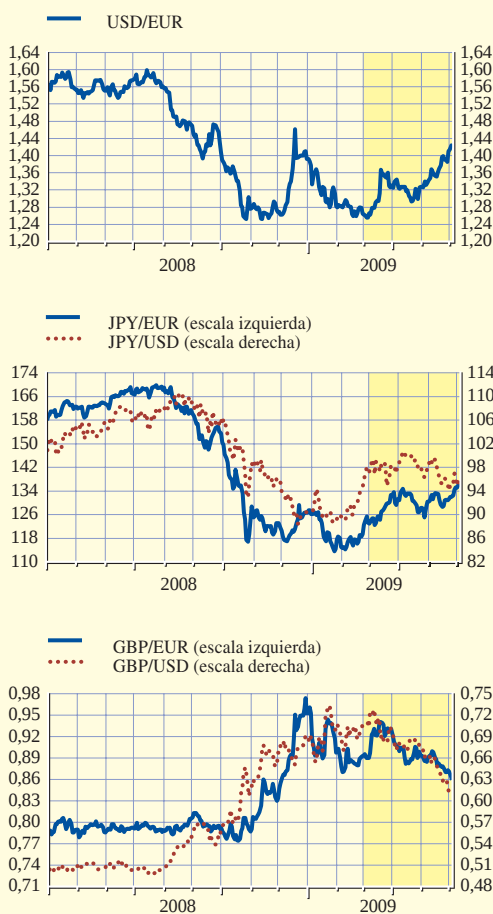
El euro ha atravesado un período de fuerte volatilidad frente a las monedas de otros Estados miembros de la UE que no participan en el MTC II. Tras cotizar a 0,98 libras esterlinas el 28 de diciembre de 2008, el nivel más bajo observado desde la introducción del euro, la libra esterlina registró una acusada recuperación hasta mediados de febrero, principalmente como consecuencia de una mejora del sentimiento de los mercados hacia la moneda británica. Tras experimentar de nuevo un cierto debilitamiento a principios de marzo con la publicación de algunos datos económicos que indicaban una fuerte caída de los precios de la vivienda en el Reino Unido y pérdidas adicionales en el sector bancario, la libra esterlina continuó apreciándose y, para mediados de abril, había vuelto a situarse en niveles próximos a los observados hacia mediados de febrero. La apreciación de la libra frente al euro podría haber tenido su origen en algunos indicios de estabilización de las perspectivas macroeconómicas del Reino Unido. El 3 de junio de 2009, el euro cotizaba a 0,86 libras, un 3,7% por debajo del valor registrado a finales de febrero. Durante el mismo período, el euro se depreció en torno a un 6% frente al forint húngaro y alrededor de un 4,5% frente al zloty polaco, posiblemente al mejorar las percepciones de riesgo de los participantes en el mercado respecto a la situación macroeconómica de estos países. La depreciación del euro en casi un 6% frente a la corona sueca podría haber tenido su origen en consideraciones similares.

OTRAS MONEDAS

Tras oscilar en torno a 1,49 francos por euro en los dos primeros meses del 2009, la moneda suiza comenzó a fortalecerse en la primera quincena de marzo, posiblemente respaldada por el hecho de que los inversores la considerasen un refugio seguro. Alrededor del 18 de marzo, tras la decisión del Banco Nacional de Suiza de intervenir en el mercado de divisas para limitar la apreciación de su moneda, el euro se apreció de forma acusada hasta situarse en unos 1,54 francos suizos, estabilizándose en general a partir de entonces en torno a unos 1,52 francos suizos. El 3 de junio, el euro

Gráfico 57 Evolución de los tipos de cambio

(datos diarios)



Fuente: BCE.

Nota: La zona sombreada corresponde al período comprendido entre el 27 de febrero de 2009 y el 3 de junio de 2009.

cotizaba a 1,52 francos, alrededor de un 2,5% por encima del nivel observado a finales de febrero y casi un 4,5% de debajo de la media del 2008.

7.2 BALANZA DE PAGOS

El déficit de la balanza por cuenta corriente de la zona del euro ascendió a 102,3 mm de euros (aproximadamente el 1,1% del PIB) en el año transcurrido hasta marzo del 2009, como consecuencia, principalmente, de un cambio de signo en el comercio de bienes, que pasó de superávit a déficit. En la cuenta financiera, el aumento de las entradas netas de valores distintos de acciones se vio compensado, en parte, con el incremento de las salidas netas de inversiones directas y en acciones y participaciones durante el mismo período, lo que se tradujo en un aumento de las entradas netas en el agregado de inversiones directas y de cartera de 266,7 mm de euros en el año transcurrido hasta marzo del 2009.

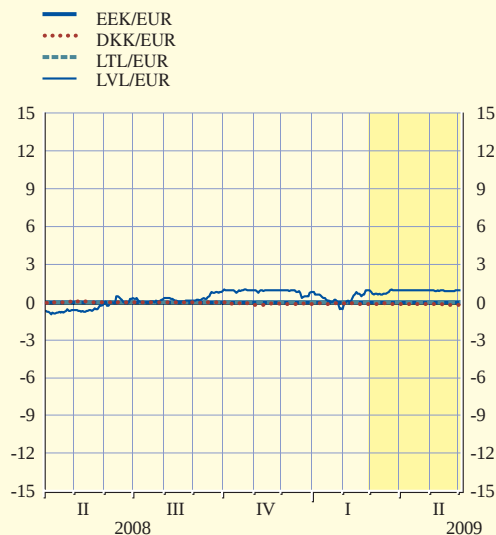
COMERCIO Y BALANZA POR CUENTA CORRIENTE

En el año transcurrido hasta marzo del 2009, la balanza por cuenta corriente de la zona del euro registró un déficit de 102,3 mm de euros (en cifras desestacionalizadas y ajustadas de días laborables), que corresponde a un 1,1% del PIB, aproximadamente, en comparación con el déficit de 11,2 mm de euros contabilizado durante el mismo período un año antes. Esta evolución estuvo determinada, en gran medida, por un cambio de signo de la balanza de bienes, que pasó de superávit a déficit, aunque también influyeron el descenso del superávit de la balanza de servicios y el aumento del déficit de la balanza de rentas. El deterioro del comercio de bienes elevó el déficit por este concepto hasta 10,8 mm de euros en el año transcurrido hasta marzo del 2009, frente al superávit de 37,5 mm de euros registrado un año antes (véase gráfico 59). El mayor coste de las importaciones de petróleo durante el primer semestre del 2008 y el hecho de que, durante el resto del período de referencia, las exportaciones registraran una caída algo más pronunciada que las importaciones, son los principales factores determinantes de esta evolución.

Considerando la evolución más reciente, desde la intensificación de la crisis financiera, en septiem-

Gráfico 58 Evolución de los tipos de cambio en el MTC II

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

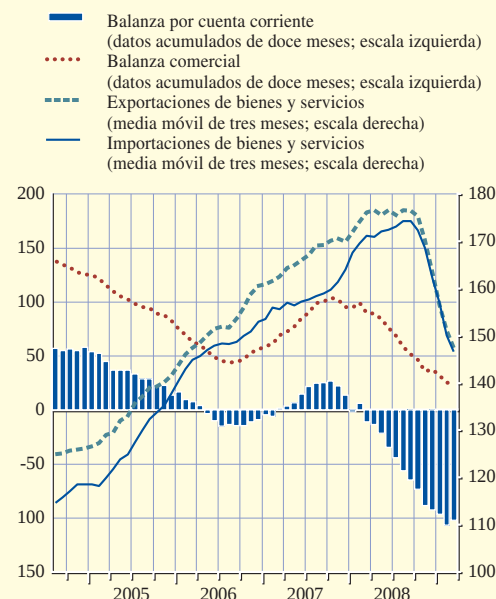


Fuente: BCE.

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 $\pm 15\%$.

Gráfico 59 Balanza por cuenta corriente y balanza comercial de la zona del euro

(mm de euros; datos mensuales; datos desestacionalizados)



Fuente: BCE.

bre del 2008, se ha observado una contracción significativa del comercio a escala mundial. En este contexto, en los seis últimos meses se ha registrado un retroceso continuo de las exportaciones y las importaciones de bienes de la zona del euro, que se acentuó en el primer trimestre del 2009. Desde principios del año, tanto las importaciones como las exportaciones de bienes y servicios se han reducido, en términos nominales, casi el 9,5% y el 9,7%, respectivamente, tras la fuerte contracción registrada en el cuarto trimestre del 2008, en el que las importaciones y las exportaciones cayeron un 7% y un 7,5%, respectivamente (véase cuadro 12).

La desagregación del comercio de bienes en volúmenes y precios, disponible hasta febrero del 2009, muestra que aunque la disminución de las importaciones en términos nominales se debió tanto a una contracción de las importaciones en términos reales como a una caída de los precios de importación, la pronunciada desaceleración de las exportaciones de bienes se debió casi en su totalidad a una reducción en términos reales. El crecimiento de las exportaciones reales ya había comenzado a contraerse en el segundo trimestre del 2008, pero desde septiembre ha experimentado una fuerte caída. La disminución de las exportaciones se debe, fundamentalmente, al debilitamiento de la demanda mundial. No obstante, el deterioro de la situación

Cuadro 12 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					
	2009 Feb	2009 Mar	2008 Jun	2008 Sep	2008 Dic	2009 Mar	2008 Mar	2009 Mar
<i>mm de euros</i>								
Cuenta corriente	-7,8	-6,5	-5,6	-7,8	-11,8	-8,9	-11,2	-102,3
Bienes	-0,4	-1,6	0,6	-0,9	-1,3	-2,0	37,5	-10,8
Exportaciones	108,3	105,2	134,5	134,5	122,1	107,9	1.544,2	1.497,1
Importaciones	108,7	106,9	133,9	135,5	123,4	109,9	1.506,7	1.507,9
Servicios	2,6	2,0	3,6	3,1	2,5	2,8	52,2	35,7
Exportaciones	38,7	38,3	42,1	41,9	41,1	39,6	499,7	494,1
Importaciones	36,1	36,3	38,6	38,8	38,6	36,8	447,6	458,4
Rentas	-3,5	0,8	-2,0	-2,4	-4,0	-2,1	-7,7	-31,7
Transferencias corrientes	-6,5	-7,6	-7,7	-7,6	-8,9	-7,6	-93,2	-95,5
Cuenta financiera¹⁾	-3,4	57,2	26,6	20,6	45,6	35,0	80,9	383,1
Total inversiones directas y de cartera netas	44,3	71,1	-8,7	28,5	38,4	30,7	-18,8	266,7
Inversiones directas netas	-11,8	-24,7	-17,8	-12,0	-28,9	-17,5	-153,2	-228,5
Inversiones de cartera netas	56,1	95,8	9,1	40,5	67,3	48,2	134,4	495,2
Acciones y participaciones	2,5	-1,1	-16,7	-7,5	1,2	-17,0	87,8	-119,7
Valores distintos de acciones	53,7	96,9	25,8	48,0	66,0	65,2	46,6	614,9
Bonos y obligaciones	47,8	80,5	20,6	14,7	15,5	48,4	113,8	297,4
Instrumentos del mercado monetario	5,9	16,4	5,2	33,3	50,5	16,8	-67,2	317,5
<i>variaciones porcentuales sobre el período anterior</i>								
Bienes y servicios								
Exportaciones	-3,2	-2,4	0,2	-0,1	-7,5	-9,7	8,5	-2,6
Importaciones	-4,8	-1,1	0,7	1,1	-7,0	-9,5	7,7	0,6
Bienes								
Exportaciones	-1,7	-2,8	0,8	0,0	-9,2	-11,7	7,8	-3,1
Importaciones	-4,7	-1,7	0,2	-0,1	-7,5	-9,7	8,5	-2,6
Servicios								
Exportaciones	-7,4	-1,2	-1,4	-0,5	-2,0	-3,7	10,7	-1,1
Importaciones	-5,0	0,5	2,3	0,7	-0,6	-4,7	10,0	2,4

Fuente: BCE.

Nota: Pueden producirse discrepancias, debido al redondeo.

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

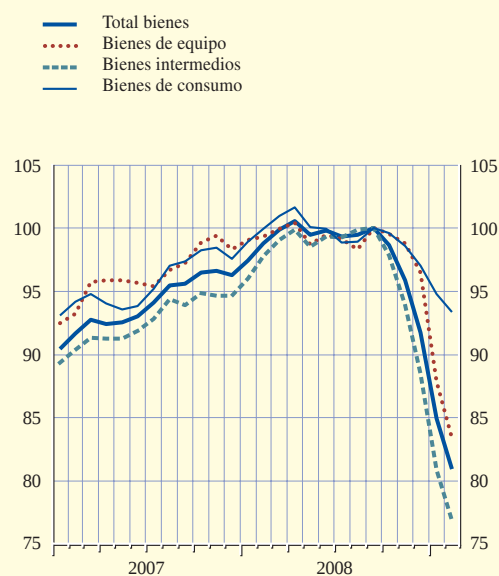
financiera y de la confianza a escala mundial observado desde septiembre del 2008, también tuvo un impacto negativo, en particular, sobre el comercio de bienes de equipo y bienes intermedios, que, en los tres meses transcurridos hasta febrero del 2009, retrocedió hasta niveles no observados desde el 2005 (véase gráfico 60). En el recuadro 10 se analizan con más detalle los factores determinantes de la reciente desaceleración del comercio de la zona del euro.

En consonancia con el carácter mundial de la desaceleración del comercio, la distribución geográfica del comercio de bienes de la zona del euro muestra que, en los tres meses transcurridos hasta febrero del 2009, las exportaciones reales de la zona del euro se redujeron en todas las categorías, 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 disminuir durante el mismo período, tras una larga etapa de crecimiento excepcional que comenzó en el último trimestre del 2003. Esta contracción podría estar relacionada no sólo con la recesión mundial, sino también con efectos negativos sobre la riqueza y, posiblemente, con el debilitamiento de la demanda de importaciones como consecuencia de la caída de los ingresos procedentes del crudo en los países exportadores de petróleo.

Por lo que respecta a los otros componentes de la balanza por cuenta corriente, el superávit de la balanza de servicios se redujo a 35,7 mm de euros en el año transcurrido hasta marzo del 2009, desde los 52,2 mm de euros contabilizados un año antes. Durante el mismo período, el déficit de la balanza de rentas aumentó de 7,7 mm de euros a 31,7 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 registró un ligero aumento.

Gráfico 60 Exportaciones nominales 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 febrero del 2009.

Recuadro 10

CONTRACCIÓN DEL COMERCIO DE LA ZONA DEL EURO

El comercio internacional se contrajo de forma acusada tras la intensificación de la crisis financiera mundial en septiembre del 2008 (véase gráfico A)¹. Desde al menos la Segunda Guerra Mundial, no se había observado un retroceso del comercio internacional tan imprevisto, grave y sincronizado². En este contexto, en el

1 Véase el recuadro 1 del Boletín Mensual del BCE de marzo del 2009, titulado «La reciente y acusada contracción del comercio mundial vista desde una perspectiva histórica».

2 Véase Baldwin y Evenett (2009), «Introduction and recommendations for the G20», en Baldwin, R. and S. J. Evenett (editores) The collapse of global trade, murky protectionism, and the crisis: Recommendations for the G20, CEPR.

recuadro se analizan una serie de posibles determinantes de la desaceleración observada recientemente en el comercio de la zona del euro. Si bien el análisis se centra en la evolución registrada en la zona del euro, probablemente los factores explicativos también son relevantes para el comercio mundial.

En consonancia con la acusada contracción experimentada por el comercio mundial, las importaciones y exportaciones reales de bienes a países de fuera de la zona del euro disminuyeron un 11% y un 21%, respectivamente, entre septiembre del 2008 y febrero del 2009. En general, la contracción del comercio de bienes de la zona del euro ha afectado al comercio con todos sus socios comerciales, sin embargo no ha incidido por igual en todas las categorías de bienes. El comercio de bienes intermedios y de equipo —que representa en torno al 70% del comercio de bienes con países no pertenecientes a la zona del euro— se redujo en mayor medida que el comercio de bienes de consumo (véase gráfico B).

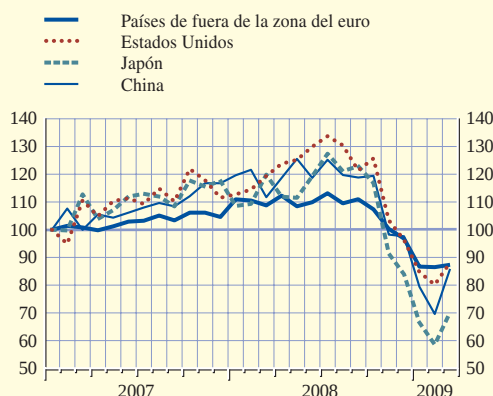
El acusado deterioro de la demanda a escala mundial es el principal factor determinante de la caída del comercio con países no pertenecientes a la zona del euro. Sin embargo, el clima general de incertidumbre y su efecto en la confianza empresarial, la escasez de crédito comercial y el acceso más restrictivo a la financiación de las actividades empresariales en algunas regiones del mundo podrían haber exacerbado la contracción tanto de la actividad como del comercio. Además, el predominio de las cadenas de producción verticales, fragmentadas internacionalmente, podría haber actuado como poderoso multiplicador y sincronizador de estos efectos.

En términos más detallados, la intensificación de la crisis financiera internacional podría haber provocado una moderación de la inversión y una incertidumbre excepcional acerca de las perspectivas económicas mundiales. Según la evidencia procedente de encuestas, estos factores redujeron la confianza empresarial e indujeron a los productores a reducir la inversión y la producción. La revisión de los planes de inversión y producción podría haber contribuido a aumentar la contracción de las importaciones y las exportaciones de la zona del euro.

La disponibilidad más limitada de crédito y de financiación al comercio —instrumentos diseñados especialmente para financiar las actividades de importación y exportación— se ha señalado a menu-

Gráfico A Suma de las importaciones y las exportaciones de bienes en algunas economías

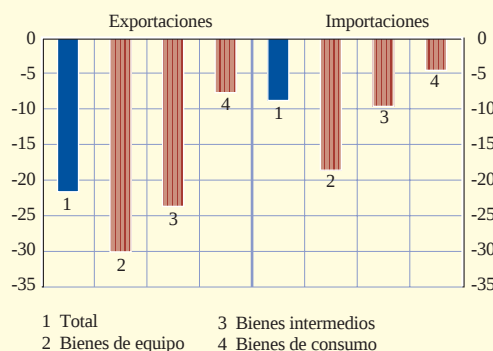
(índices nominales: enero 2007 = 100; desestacionalizado; media móvil de tres meses)



Fuentes: Eurostat y Haver Analytics.
Nota: La última observación se refiere a marzo del 2009.

Gráfico B Variación de las importaciones y las exportaciones reales de bienes a países no pertenecientes a la zona del euro entre septiembre del 2008 y febrero del 2009

(porcentaje; datos desestacionalizados)



Fuente: Eurostat.

do como un importante factor determinante de la contracción del comercio mundial. Se ha constatado que las dificultades para financiar el transporte de bienes son muy importantes en la crisis actual en el caso del comercio con países emergentes y con países menos desarrollados³. No obstante, en principio, la evidencia sugiere que su capacidad para explicar la evolución del comercio de la zona del euro es bastante limitada. El comercio de la zona con las economías emergentes ha funcionado mejor que con las economías avanzadas, incluso si se toman en consideración diferencias en cuanto a la situación de la demanda. Sin embargo, el acceso —tanto formal como informal— más restrictivo a la financiación de las actividades empresariales en algunas regiones del mundo puede haber seguido teniendo un impacto negativo sobre los productores de la zona del euro, por ejemplo impidiendo el funcionamiento de las redes de producción internacionales, que constituyen un importante modo de producción en la economía actual.

La existencia de redes de producción internacionales complejas e interdependientes podría contribuir a explicar no sólo la gravedad, sino también la caída inusualmente rápida del comercio de la zona del euro y el carácter sincrónico de la contracción a escala mundial. Dado que las empresas que forman parte de cadenas de producción internacionales están en comunicación continua para acomodar el flujo de partes y componentes a la demanda final, un descenso de esta última y la incertidumbre sobre la evolución futura de la demanda puede provocar un ajuste rápido en toda la cadena de producción, con repercusiones considerables en todos los países involucrados. Además, como los productores de la zona del euro suelen depender de partes y componentes importados muy específicos y suministran bienes intermedios y de equipo a empresas extranjeras, los estrangulamientos en las redes de producción internacionales podrían haber dañado la producción y los flujos de caja y, por consiguiente, los flujos comerciales de la zona del euro. Tales mecanismos explicarían el deterioro especialmente acusado del comercio de la zona del euro en lo que se refiere a los bienes intermedios y de capital.

De cara al futuro, la recuperación de la demanda mundial sigue siendo la condición más importante para que se recupere el comercio de la zona del euro. Al mismo tiempo, para que el comercio vuelva a la situación anterior a la crisis parece necesario que se produzca una normalización del clima empresarial, se mantengan las redes de producción y se eviten las políticas proteccionistas.

3 Véase International Chamber of Commerce (2009), «Rethinking Trade Finance 2009: An ICC Global Survey».

CUENTA FINANCIERA

En el primer trimestre del 2009, el agregado de inversiones directas y de cartera de la zona del euro registró, en promedio, entradas netas mensuales por importe de 30,7 mm de euros, cifra ligeramente inferior a las entradas netas de 38,4 mm de euros contabilizadas el trimestre anterior (véase cuadro 12). Este descenso tuvo su origen, principalmente, en la evolución de las inversiones de cartera, en las que se registraron salidas netas por importe de 17 mm de euros en la inversión en acciones y participaciones en el primer trimestre del 2009, en contraposición a las reducidas entradas netas registradas el trimestre anterior. Esta situación es atribuible, en gran medida, a las desinversiones en acciones y participaciones de la zona del euro por parte de instituciones financieras no monetarias extranjeras. Por su parte, la inversión neta en valores distintos de acciones apenas experimentó variaciones, registrando entradas netas por importe de 65,2 mm de euros en el primer trimestre del 2009. No obstante, la estabilidad observada, en general, en las cifras netas totales sobre valores distintos de acciones, oculta tendencias opuestas

en los dos subcomponentes. Ciertamente, las entradas netas de bonos y obligaciones aumentaron en el primer trimestre del 2009 (hasta 48,4 mm de euros, desde 15,5 mm de euros en el trimestre precedente). El principal factor determinante de esta evolución fueron las elevadas adquisiciones netas de bonos de la zona del euro por parte de no residentes en la zona, posiblemente como consecuencia del incremento del diferencial de rendimiento de los bonos entre la zona del euro y Estados Unidos y de la menor preferencia de los inversores por activos más líquidos y a más corto plazo. También se redujeron las entradas netas de instrumentos del mercado monetario (de 50,5 mm de euros hasta 16,8 mm de euros), debido a una menor afluencia de recursos del exterior. Al mismo tiempo la inversión directa extranjera realizada por no residentes en la zona del euro repuntó en el primer trimestre del 2009. Como resultado, las salidas netas mensuales de inversiones directas se redujeron, en promedio, hasta 17,5 mm de euros en el primer trimestre del 2009, desde los 28,9 mm de euros contabilizados en el trimestre precedente.

Desde una perspectiva de más largo plazo, se observa que las entradas netas del agregado de inversiones directas y de cartera aumentaron considerablemente en el período de doce meses transcurrido hasta marzo del 2009, ascendiendo a 266,7 mm de euros (en comparación con unas salidas netas de 18,8 mm de euros en el mismo período un año antes), debido, fundamentalmente, al incremento de las entradas netas de inversiones de cartera (véase gráfico 61). La desagregación de las inversiones de cartera por principales categorías de instrumentos indica que desde septiembre del 2008 se han registrado importantes ventas netas de acciones y participaciones, tanto por parte de residentes en la zona del euro como por residentes extranjeros. Al mismo tiempo, se han reducido los activos y pasivos exteriores en forma de bonos y obligaciones, mientras que también se ha producido un acusado aumento de los pasivos netos debido a las operaciones financieras con instrumentos del mercado monetario. Es probable que la evolución observada durante este período se asocie, en gran parte, al desarrollo de la crisis financiera. Más concretamente, la pronunciada volatilidad registrada en los mercados de capitales, los niveles extraordinariamente altos de incertidumbre y las sombrías perspectivas de la economía mundial han acrecentado la tendencia hacia un sesgo nacional y han desencadenado un proceso de liquidación de posiciones de inversión exterior, repatriación de fondos y desapalancamiento. Al mismo tiempo, en los doce meses transcurridos hasta marzo del 2009, parece haberse producido un cambio en las preferencias de los inversores, que han buscado no sólo calidad y seguridad, sino también activos más líquidos y a más corto plazo, como muestra la evolución de los instrumentos del mercado monetario. Más específicamente, las entradas netas de instrumentos del mercado monetario de la zona del euro se elevaron a 317,5 mm de euros en los doce meses transcurridos hasta marzo del 2009, en comparación con las salidas netas de 67,2 mm de euros contabilizadas un año antes.

El mayor sesgo nacional también parece ser un factor importante para explicar la evolución de la inversión directa durante el pasado año, ya que los flujos de inversión directa se redujeron considerablemente en el período de doce meses transcurrido hasta marzo del 2009, tanto en

Gráfico 61 Total de inversiones directas y de cartera de la zona del euro

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



Fuente: BCE.

el lado del activo como en el del pasivo, en comparación con el año anterior. La caída de la inversión neta en la zona del euro por parte de no residentes fue superior a la contracción de la inversión de la zona en el exterior, lo que se tradujo en unas salidas netas de inversiones directas por importe de 228,5 mm de euros en el período de doce meses transcurrido hasta marzo del 2009, en comparación con 153,2 mm de euros en los doce meses anteriores.