

EVOLUCIÓN ECONÓMICA Y MONETARIA

I ENTORNO EXTERIOR DE LA ZONA DEL EURO

Aunque los indicadores más recientes apuntan a una desaceleración del ritmo de contracción de la economía mundial, no existe hasta ahora evidencia concreta del inicio de una firme recuperación. De forma paralela, las tasas de inflación mundiales se han ido reduciendo rápidamente en los últimos meses como consecuencia del aumento de la capacidad excedente de producción y de los negativos efectos de base de las subidas de los precios de las materias primas durante el pasado año. Las perspectivas de la economía mundial siguen estando sujetas a elevados niveles de incertidumbre, pero los riesgos para la actividad mundial están equilibrados.

I.1 EVOLUCIÓN DE LA ECONOMÍA MUNDIAL

Aunque los indicadores más recientes apuntan a una desaceleración del ritmo de contracción de la economía mundial, no existe hasta ahora evidencia concreta del inicio de una firme recuperación. En mayo, el Índice general de directores de compras (PMI en sus siglas en inglés) registró el valor más alto observado desde el pasado mes de septiembre, lo que indica una notable reducción de las tasas de contracción. Sin embargo, este indicador se mantiene por debajo del umbral que separa la expansión de la contracción, de lo que se deduce que las empresas siguen reduciendo hasta cierto punto su actividad. En el sector manufacturero, se observaron algunas señales de estabilización de la producción en junio.

Las tasas de inflación mundiales se han ido reduciendo rápidamente en los últimos meses, debido a un aumento de la capacidad excedente de producción (como resultado de la desaceleración de la actividad económica mundial) y a los negativos efectos de base de las subidas de los precios de las materias primas durante el pasado año. En los países de la OCDE, la inflación general, medida por el IPC, se situó en el 0,1% para el año transcurrido hasta mayo del 2009, frente al 0,6% observado en el mes anterior (véase gráfico 1). Excluidos la energía y los alimentos, la inflación interanual medida por el IPC fue del 1,7% en abril, cifra ligeramente inferior a la del mes precedente. Como indica el Índice general de precios de los consumos intermedios para todos los sectores, los costes se redujeron aún más en mayo. En junio, los indicadores de los precios de los consumos intermedios del sector manufacturero señalan un descenso más lento de los costes.

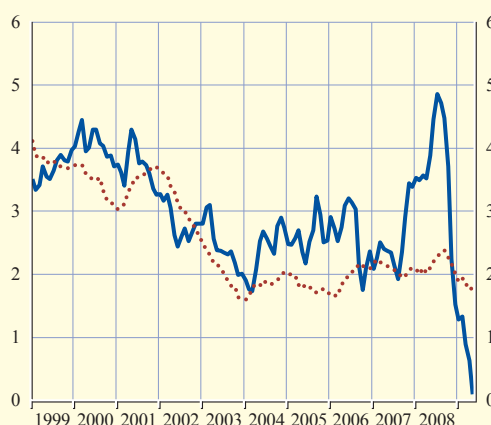
ESTADOS UNIDOS

En Estados Unidos, la actividad económica siguió siendo moderada. Según las últimas estimaciones, el PIB real experimentó una contracción del 5,5%, en tasa anualizada, en el primer trimestre del 2009, tras el 6,3% registrado en el trimestre anterior. Las exportaciones y las existencias, así como la inversión privada en capital fijo, continuaron 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 la relativa solidez del gasto en consumo. Aunque se mantiene la debilidad de los indicadores financieros y económicos, los indicadores correspondientes al sector manufacturero y al mercado inmobiliario, así como la confianza de los consumidores y los niveles de

Gráfico I Evolución de los precios internacionales

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

— Precios de consumo OCDE (todos los componentes)
 Precios de consumo OCDE (todos los componentes, excl. energía y alimentos)



Fuente: OCDE.

gasto en consumo apuntan a una ralentización del ritmo de deterioro. El incremento del gasto público seguirá respaldando la demanda, compensando en parte la persistente debilidad de la inversión empresarial y de las exportaciones.

Por lo que respecta a la evolución de los precios, la inflación interanual, medida por el IPC, se redujo notablemente, cayendo hasta el -1,3% en el año transcurrido hasta mayo del 2009, desde el -0,7% observado en abril. El descenso tuvo su origen en efectos de base asociados a los precios de la energía. La tasa de inflación interanual, excluidos la energía y los alimentos, se redujo hasta el 1,8% en mayo, desde el 1,9% de abril. De cara al futuro, los efectos de base harán que la inflación general siga registrando cifras negativas en los próximos meses; posteriormente, la capacidad productiva sin utilizar debería limitar la presión alcista sobre los precios.

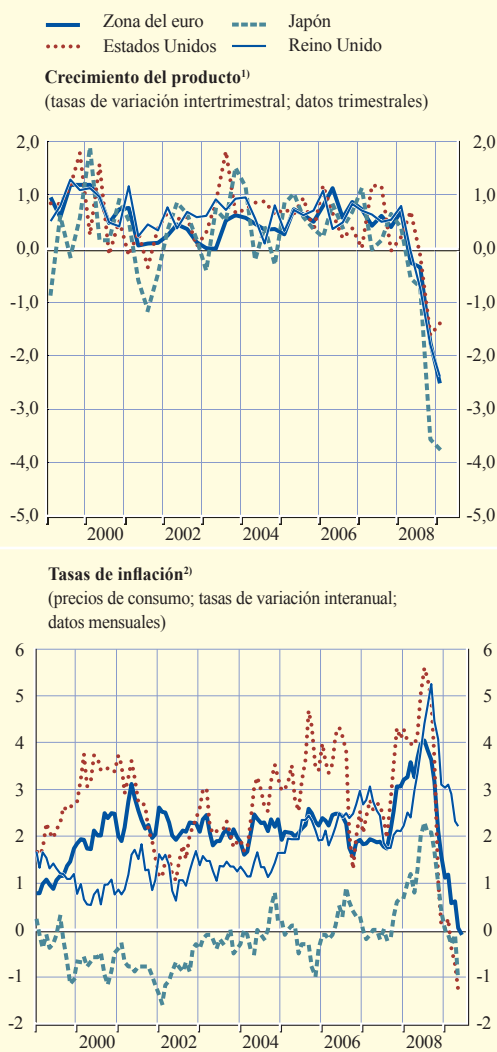
El 24 de junio, el Comité de Operaciones de Mercado Abierto de la Reserva Federal decidió mantener sin variación, en una banda del 0% al 0,25%, el tipo de interés fijado como objetivo para los fondos federales. Dado que el Comité espera que la inflación siga siendo moderada durante algún tiempo, según se indicó en el comunicado emitido tras la reunión, la Reserva Federal continúa aplicando medidas no convencionales en un esfuerzo por respaldar el funcionamiento de los mercados financieros y estimular la economía.

JAPÓN

Según los datos revisados de la Oficina Económica del Gobierno de Japón, el crecimiento del PIB real se redujo un 3,8% (en tasa intertrimestral) en comparación con las primeras cifras provisionales que lo situaban en -4,0%. Aún así, ésta es la mayor contracción de la que existe constancia y marca el cuarto trimestre consecutivo de crecimiento intertrimestral negativo. Los tímidos resultados obtenidos en el primer trimestre se deben a la pronunciada caída, en tasa intertrimestral, de las exportaciones (-26%), la inversión privada (-8,9%), la inversión residencial (-5,5%) y el consumo (-1,1%). Por lo que respecta a la evolución del comercio, las exportaciones y las importaciones siguieron contrayéndose. En conjunto, Japón registró un superávit comercial en mayo del 2009, si bien, en cifras interanuales, se registró un descenso del 12,1%.

La inflación interanual, medida por el IPC, registró una brusca caída, hasta el -1,1%, en mayo del 2009, frente al -0,1% de abril, como consecuencia de efectos de base asociados a los costes de la energía y al

Gráfico 2 Principales indicadores de las economías más industrializadas



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

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

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

aumento de la capacidad productiva sin utilizar. La inflación medida por el IPC, excluidos la energía y los alimentos, también se redujo en mayo, hasta el $-0,5\%$, en tasa anualizada, desde el $-0,4\%$ registrado en abril.

El 16 de junio, el Banco de Japón decidió mantener sin variación, en torno al $0,1\%$, el objetivo de los préstamos a un día sin garantía.

REINO UNIDO

En el Reino Unido, los datos recientes sugieren un nuevo descenso del PIB real y una moderación de la inflación. En el primer trimestre del 2009, el PIB real se redujo un $2,4\%$, en tasa intertrimestral, cifra inferior a la estimación anterior del $-1,9\%$. El descenso fue generalizado, afectando a los distintos componentes del gasto. De cara al futuro, se prevén nuevas contracciones 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 lastrando el gasto en consumo en el corto plazo. Tras un ligero incremento a principios del 2009, posiblemente como consecuencia de una transmisión, mayor de lo esperado, de la depreciación del tipo de cambio a los precios de consumo, la inflación interanual, medida por el IAPC, se redujo de nuevo, hasta el $2,2\%$, en mayo, desde el $2,3\%$ de abril. Al mismo tiempo, el Índice de precios al por menor, que incluye también los bienes inmobiliarios con una fuerte ponderación, se redujo un $1,1\%$ (en tasa interanual), tras el descenso del $-1,2\%$ observado en abril. Los precios de la vivienda se han ido reduciendo desde el inicio de la crisis financiera a mediados del 2007 y, en mayo del 2009, la tasa de variación interanual del Índice Halifax de precios de la vivienda fue del $-16,3\%$. No obstante, el ritmo de desaceleración parece haberse moderado (de hecho, en cifras intermensuales, el Índice Halifax registró un aumento del $2,6\%$ en mayo). De cara al futuro, se prevé que la inflación descienda de nuevo y se sitúe por debajo del objetivo del 2% establecido por el Banco de Inglaterra.

Entre el 5 de marzo y el 11 de junio de 2009, el Banco de Inglaterra compró activos por importe de 86 mm de libras esterlinas, compuestos, principalmente, por deuda pública. El 4 de junio de 2009, el Comité de Política Monetaria anunció su decisión de mantener el tipo de interés oficial al que se remuneran las reservas de las entidades de crédito en el $0,5\%$ y seguir aplicando durante otros dos meses, la política de relajación cuantitativa que contempla la posibilidad de realizar compras adicionales para elevar la escala de su programa de compras de activos hasta un total de 125 mm de libras esterlinas.

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. En Suecia, el PIB real se contrajo un $0,9\%$ (en tasa intertrimestral) en el primer trimestre del 2009, en un contexto de debilidad de la demanda externa, condiciones financieras más restrictivas y caída del consumo privado. Estos factores también están moderando la actividad económica en Dinamarca, en donde se registró una contracción del producto del $1,1\%$ (en tasa intertrimestral) en el primer trimestre del 2009. Los indicadores de corto plazo (es decir, el pronunciado aumento de las ventas forzosas de propiedades inmobiliarias y el número de quiebras registradas en mayo) apuntan a una persistente atonía de la actividad económica en Dinamarca. En los últimos meses, la inflación medida por el IAPC se ha reducido en ambos países. En mayo bajó hasta el $1,7\%$ en Suecia y se mantuvo estable en el $1,1\%$ en Dinamarca. El 4 de junio de 2009, el Danmarks Nationalbank decidió rebajar su principal tipo de interés oficial en 10 puntos básicos, hasta el $1,55\%$.

Por lo que respecta a los Estados miembros más grandes de la UE de Europa central y oriental, en Hungría, el PIB real se contrajo un $2,5\%$ (en tasa intertrimestral) en el primer trimestre del 2009. El PIB real

también se redujo en la República Checa y Rumanía, en un 3,4% y un 2,6%, respectivamente, en tasa intertrimestral. La actividad económica ha resistido mejor en Polonia, en donde el crecimiento intertrimestral seguía siendo positivo (0,4%) en el primer trimestre del 2009, debido al hecho de que la demanda interna continuó experimentando un sólido crecimiento en comparación con otros países de la región. Los indicadores de corto plazo sugieren que la actividad económica seguirá siendo débil en estos países. En mayo del 2009, las tasas de inflación interanual, medidas por el IAPC, se redujeron en la República Checa, Polonia y Rumanía, hasta el 0,9%, el 4,2% y el 5,9%, respectivamente. En Hungría, por el contrario, la inflación interanual se elevó hasta el 3,8% en mayo del 2009, como consecuencia, principalmente, del efecto retardado de la depreciación de la moneda. El 24 de junio de 2009, el Narodowy Bank Polski decidió reducir su principal tipo de interés oficial en 25 puntos básicos, hasta el 3,5%. El 30 de junio de 2009, la Banca Națională a României, con una medida similar, redujo su principal tipo de interés oficial en 50 puntos básicos, hasta el 9%.

ECONOMÍAS EMERGENTES DE ASIA

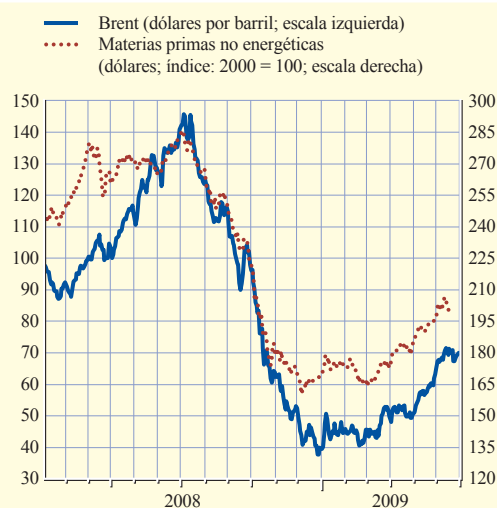
Según los indicadores mensuales más recientes, el ritmo de desaceleración de la actividad económica se redujo considerablemente en la mayoría de las economías emergentes de Asia en el segundo trimestre del 2009. Concretamente, los datos más recientes sobre comercio exterior indican que se han producido variaciones intermensuales positivas en varios países, lo que sugiere que la caída del comercio que ha afectado a la región de forma tan severa podría estar llegando a su fin. Aunque los efectos negativos retardados de la crisis mundial, como el aumento del desempleo, están frenando la demanda interna privada, se observan claros indicios de que la recuperación ya está en marcha en las economías más grandes. La inflación medida por los precios de consumo ha seguido reduciéndose e incluso ha registrado cifras negativas en algunos países.

En China, los indicadores mensuales muestran que el crecimiento económico fue relativamente sólido en el segundo trimestre del 2009. Aunque el crecimiento todavía depende en gran medida de los estímulos fiscales, principalmente a través de la inversión pública, los datos disponibles sugieren que también el crecimiento del consumo privado ha dado muestras de una capacidad de resistencia sorprendente. Las perspectivas del mercado inmobiliario parecen haber comenzado a mejorar ligeramente y la inversión está creciendo de nuevo en este sector. La inflación, medida por el IPC, siguió siendo negativa en mayo, con una tasa interanual del -1,4%, frente al -1,5% registrado en abril. La política monetaria acomodaticia y el estímulo fiscal se han reflejado en un crecimiento muy rápido del crédito. A finales de mayo, el saldo de los préstamos pendientes de reembolso era un 30% mayor que un año antes.

AMÉRICA LATINA

En América Latina, el ritmo de la actividad económica siguió siendo moderado en el primer trimestre del 2009, al tiempo que las presiones inflacionistas perdían intensidad, aunque sólo de forma gradual. En Brasil, el PIB real se contrajo 1,6% en tasa interanual en el primer trimestre del 2009. La contracción más pronunciada se produjo en las exportaciones y la inversión. En mayo, la inflación interanual se situó en el 5,4%. El 11 de junio, el Banco Central

Gráfico 3 Principales indicadores de los mercados de materias primas



Fuentes: Bloomberg y HWWI.

do Brasil redujo su principal tipo de interés oficial en 100 puntos básicos, hasta el 9,25%. En Argentina, el PIB real registró una expansión del 2,6%, en tasa interanual, en el primer trimestre del 2009. La inflación medida por los precios de consumo se redujo ligeramente, hasta el 5,5%, en mayo. En México, la producción industrial cayó un 9,2% en comparación con los niveles de hace un año, mientras que la inflación interanual descendió hasta el 6,0% en mayo, en comparación con el 6,2% de abril. El 19 de junio, el Banco de México, rebajó su principal tipo de interés oficial en 50 puntos básicos, hasta el 4,75%.

1.2 MERCADOS DE MATERIAS PRIMAS

Durante el segundo trimestre del 2009, los precios del petróleo se situaron inicialmente en torno a unos 50 dólares estadounidenses en un clima de menor volatilidad, pero registraron una sólida recuperación a partir de mayo. El 1 de julio, los precios del Brent ascendían a 70,1 dólares estadounidenses el barril, un 77% por encima del nivel de comienzos del 2009 (en euros, la subida fue de alrededor del 75%). De cara al futuro, los participantes en los mercados esperan precios más elevados a medio plazo, negociándose actualmente los futuros con entrega en diciembre del 2011 en torno a 79 dólares estadounidenses el barril.

Recientemente, los precios del petróleo se han visto favorecidos por unas perspectivas menos pesimistas de los mercados respecto al entorno macroeconómico mundial. Considerando las variables fundamentales, los países de la OPEP mostraron realmente un grado inusitado de cumplimiento de los recortes acordados (83% en marzo) y la producción mundial de petróleo se ha reducido de forma masiva en los últimos meses, hasta un total de alrededor de 3,36 millones de barriles diarios menos que hace un año. Por lo que respecta a la demanda, las Agencia Internacional de la Energía ha seguido revisando a la baja sus proyecciones para el 2009, ante la expectativa de que la producción diaria sea de 4,4 millones de barriles menos que hace un año.

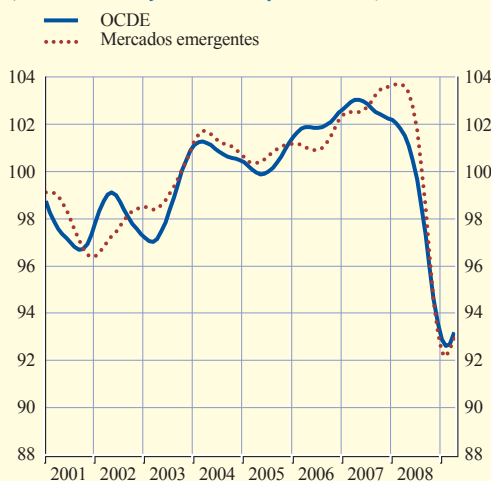
Los precios de las materias primas no energéticas se han incrementado, en general, en los últimos meses. Los precios de los metales aumentaron en junio tras haberse mantenido relativamente estables en los dos meses anteriores. También se han incrementado los precios de las materias primas agrícolas, impulsados, en particular, por los precios de la soja, a los que han afectado el clima de inquietud social en América Latina y los efectos de las condiciones meteorológicas en India. En términos agregados, el índice de precios de las materias primas no energéticas (denominado en dólares estadounidenses) se situaba, a mediados de junio, aproximadamente un 18% por encima del nivel observado a principios del año.

1.3 PERSPECTIVAS DEL ENTORNO EXTERIOR

Tras una caída sin precedentes a comienzos del año, últimamente se han observado algunos indicios de estabilización del comercio mundial, aunque en niveles bajos. De cara al futuro, las perspectivas de la demanda exterior de bienes y servicios de la zona del euro siguen siendo limitadas. Los indicadores sinté-

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.

ticos adelantados de la OCDE correspondientes a abril del 2009 apuntan a un ritmo más lento de deterioro en la mayoría de las economías que integran esta Organización. Sin embargo, todavía es demasiado pronto para interpretar estos indicios como una señal de que se divisa un punto de inflexión duradero. Varios de los países no pertenecientes a la OCDE, se enfrentan todavía a una contracción económica, con las notables excepciones de China e India.

Aunque las perspectivas de la economía mundial siguen estando sujetas a un grado de incertidumbre excepcionalmente elevado, los riesgos para la actividad mundial 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. De otra parte, sigue existiendo preocupación de que la espiral de reacciones adversas entre la economía real y las turbulencias de los mercados financieros pudiera tener mayor intensidad y duración de lo esperado y de que se produzcan nuevos aumentos de los precios del petróleo y de otras materias primas, una intensificación de las presiones proteccionistas, una evolución de los mercados de trabajo más desfavorable 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 datos de mayo confirman que la evolución tanto de M3 como de los préstamos está experimentando una desaceleración, lo que apunta a un descenso en el ritmo de expansión monetaria. El flujo de préstamos al sector privado no financiero siguió siendo moderado, pero, a diferencia de meses anteriores, ligeramente positivo, una vez corregidos los datos por los efectos de las titulizaciones. La contención del crédito a las sociedades no financieras y a los hogares refleja, en gran medida, el acusado deterioro de la actividad económica y la moderación observada en la dinámica de los precios de la vivienda. Las IFM continuaron ajustando sus balances mediante la reducción de sus tenencias de activos exteriores y de activos frente a otras IFM.

EL AGREGADO MONETARIO AMPLIO M3

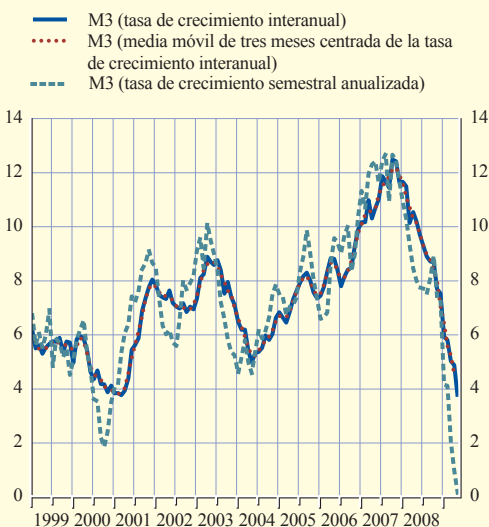
La evolución monetaria continuó desacelerándose en mayo, mes en que la tasa de crecimiento interanual de M3 volvió a descender sustancialmente hasta el 3,7%, desde el 4,9% de abril (véase gráfico 5). La tasa de crecimiento intermensual pasó a ser negativa de nuevo, situándose en el -0,5% en mayo, frente al 0,8% de abril y al -0,4% de marzo. La volatilidad de la dinámica a corto plazo confirma que el ritmo de expansión monetaria es considerablemente más lento que en el período anterior a la intensificación de las turbulencias financieras en septiembre del 2008.

La tasa de crecimiento interanual de los préstamos de las IFM al sector privado también siguió disminuyendo. Aunque el flujo mensual pasó a ser positivo en mayo, ello se debió, fundamentalmente, a la excepcional evolución de los préstamos otorgados a los intermediarios financieros no monetarios distintos de empresas de seguros y fondos de pensiones (OIF), mientras que el flujo mensual de los préstamos a las sociedades no financieras y a los hogares continuó siendo moderado. La contención del crédito que se ha registrado en los últimos meses refleja, en gran medida, el acusado deterioro de la actividad económica, la moderación observada en la dinámica de los precios de la vivienda y el hecho de que subsiste un alto grado de incertidumbre en torno a las perspectivas económicas. Estos factores también influyen en la valoración que realizan las entidades de crédito de la solvencia de los prestatarios.

Los datos de mayo confirman la situación observada en meses anteriores en lo que respecta al desapalancamiento y a la financiación de las entidades de crédito, ya que las IFM continuaron reduciendo los activos exteriores y los activos frente a otras IFM. La emisión neta de valores distintos de acciones por parte de este sector fue positiva en mayo, y, aunque los principales compradores fueron, una vez más, las propias IFM, los residentes en la zona del euro también adquirieron un volumen moderado de estos valores, tras haberse abstenido de realizar este tipo de adquisiciones durante un par de meses.

Gráfico 5 Crecimiento de M3

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



Fuente: BCE.

PRINCIPALES COMPONENTES DE M3

El significativo descenso observado en mayo en la tasa de crecimiento interanual de M3 fue generalizado en sus principales componentes: M1 (esto es, efectivo en circulación y depósitos a la vista), depósitos a corto plazo distintos de los depósitos a la vista (es decir, M2-M1), e instrumentos negociables (M3-M2).

La tasa de crecimiento interanual de M1, aunque mantuvo su vigor, se redujo hasta situarse en el 7,9% en mayo. Esta evolución puede ser, en cierta medida, una corrección natural del excepcional fortalecimiento observado en abril (mes en que esta tasa se incrementó hasta el 8,4%, frente al 5,9% de marzo; véase cuadro 1). Más concretamente, la caída observada en mayo refleja la evolución de los depósitos a la vista, cuyo flujo mensual se tornó ligeramente negativo, tras registrar un flujo positivo extraordinariamente elevado en el mes precedente. El flujo mensual y la tasa de crecimiento interanual del efectivo en circulación apenas se modificaron.

La tasa de crecimiento interanual de los depósitos a corto plazo distintos de los depósitos a la vista disminuyó de nuevo en mayo, hasta situarse en el 2%, frente al 3,4% de abril. La evolución de los subcomponentes de esta categoría de depósitos continuó siendo divergente: aunque la tasa de crecimiento interanual de los depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses (es decir, los depósitos de ahorro a corto plazo) registró un nuevo incremento en mayo, éste se vio compensado con creces por el descenso de la tasa de crecimiento interanual de los depósitos a plazo hasta dos años (esto es, los depósitos a corto plazo), que pasó a ser negativa por primera vez desde finales del 2004.

En los últimos meses, la evolución de los depósitos a corto plazo ha estado determinada, en gran parte, por consideraciones relacionadas con su remuneración. En particular, los datos disponibles sobre los tipos de interés aplicados por las IFM para el período transcurrido hasta abril indican que la remuneración de estos depósitos ha seguido disminuyendo en relación con la de los depósitos a la vista y los

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

Fuente: BCE.

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

depósitos de ahorro a corto plazo. Esta evolución explica las salidas observadas en los depósitos a corto plazo y la relativa capacidad de resistencia de los flujos hacia los depósitos a la vista y los depósitos de ahorro a corto plazo. Además, dado que la remuneración de los activos monetarios ha vuelto a descender con respecto a la de los activos a más largo plazo, es posible que esta dinámica propicie desplazamientos desde el dinero hacia otros activos financieros.

La tasa de crecimiento interanual de los instrumentos negociables fue más negativa en mayo (mes en que se situó en el $-3,5\%$, frente al $-1,2\%$ de abril), como consecuencia de las significativas salidas mensuales registradas. En cuanto a los subcomponentes de estos instrumentos, las tasas de crecimiento interanual de las participaciones en fondos del mercado monetario y de las cesiones temporales descendieron de nuevo, pero siguieron siendo positivas. En cambio, la tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones a corto plazo de las IFM (es decir, los valores distintos de acciones hasta dos años) en poder de los sectores tenedores de dinero se tornó más negativa, y se situó en el $-26,5\%$ en mayo. El descenso observado en las tenencias de estos valores en poder del citado sector quedó compensado, en gran parte, con el aumento de las tenencias de los no residentes.

La tasa de crecimiento interanual de los depósitos de M3, que incluyen los depósitos a corto plazo y las cesiones temporales, y que constituye el agregado monetario más amplio para el que se dispone de un detalle por sectores, volvió a disminuir en mayo, y se situó en el $4,4\%$, frente al $5,4\%$ de abril. Esta evolución fue relativamente generalizada en los distintos sectores. No obstante, oculta el hecho de que, a diferencia de las sociedades no financieras y de los intermediarios financieros, en mayo se registraron considerables entradas de depósitos de M3 del sector hogares, lo que es acorde con el proceso de reestructuración en la asignación de carteras que se está produciendo en respuesta a cambios en la remuneración de los activos monetarios. Los depósitos de M3 mantenidos por las sociedades no financieras continuaron descendiendo en mayo, en términos interanuales; evolución que está en línea con el patrón más general observado en los últimos meses, en los que las sociedades no financieras han utilizado sus reservas de liquidez en un contexto de reducción gradual de la producción y, posiblemente, de menor disponibilidad de financiación (véase el recuadro siguiente). Por último, la tasa de crecimiento interanual de los depósitos de M3 de los intermediarios financieros no monetarios volvió a retroceder en mayo.

Recuadro I

ALGUNAS CONSIDERACIONES RESPECTO A LOS FACTORES DETERMINANTES DE LAS TENENCIAS DE DEPÓSITOS DE M3 DE LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS

La disminución del ritmo de crecimiento interanual de M3 observada en los últimos meses refleja, en gran medida, la evolución de las tenencias de M3 de las sociedades no financieras. Estas tenencias sólo representan alrededor de un 20% del saldo de M3, pero pueden a veces contribuir de forma significativa a configurar la evolución del agregado monetario amplio, debido a que las sociedades no financieras suelen gestionar más activamente sus recursos líquidos. Ello puede ser particularmente relevante en el contexto de turbulencias financieras y de grave recesión económica, en el que el ciclo de tipos de interés experimenta variaciones considerables. En el presente recuadro se analizan los posibles factores determinantes de la evolución reciente de las tenencias de depósitos de M3 de las sociedades no financieras (es decir, los depósitos a corto plazo y las cesiones temporales) desde una perspectiva macroeconómica¹.

1 Los depósitos de M3 no incluyen el efectivo en circulación, las participaciones en fondos del mercado monetario o los valores distintos de acciones hasta dos años, que se incluyen, sin embargo, en las tenencias de M3. Los depósitos de M3 en poder de las sociedades no financieras representan el 80% de sus tenencias de M3. En todo caso, las dos series muestran patrones muy similares en términos de tasas de crecimiento interanual.

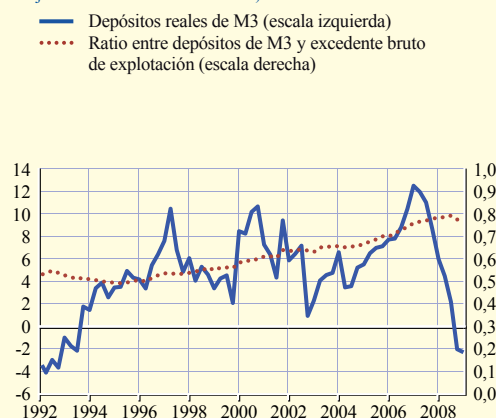
Las tenencias de depósitos de M3 de las sociedades no financieras desde una perspectiva a más largo plazo

Desde febrero, las tenencias de depósitos de M3 de las sociedades no financieras han venido registrando una tasa de crecimiento interanual negativa, que se situó en el -1,6% en mayo. Esta evolución es resultado de la contracción relativamente pronunciada de las tenencias de depósitos de estas sociedades observada desde el cuarto trimestre del 2008, y que había tenido un precedente en la fuerte recesión cíclica de principios de los noventa, cuando la tasa de crecimiento interanual de las tenencias de depósitos de M3 de las sociedades no financieras se mantuvo en valores negativos en términos reales durante un largo período de tiempo (véase gráfico A). Para poner en perspectiva la evolución reciente, cabe destacar que el máximo alcanzado por las tenencias de depósitos de M3 a comienzos del 2007 representa asimismo el máximo del período para el cual se dispone de datos. Ello apuntaría a que las tenencias de depósitos superaron ligeramente las medidas del volumen de operaciones o de la rentabilidad del sector (como muestra, por ejemplo, la ratio entre depósitos de M3 y excedente bruto de explotación reflejada en el gráfico A), lo que podría haber requerido, a su vez, una corrección en forma de reducción de estos activos. Para comprender mejor esta evolución será útil analizar los motivos por los que las sociedades no financieras desean mantener activos líquidos².

2 Para una descripción más detallada de los factores determinantes de los saldos monetarios por sectores desde una perspectiva a más largo plazo, véase el artículo titulado «Saldos monetarios por sectores: Factores determinantes y evolución reciente», en el Boletín Mensual de agosto del 2006. Asimismo, para un análisis del comportamiento de las sociedades no financieras, en términos de inversión y financiación, hasta el cuarto trimestre del 2008, véase el recuadro titulado «Cuentas integradas de la zona del euro hasta el cuarto trimestre del 2008», en el Boletín Mensual de mayo del 2009.

Gráfico A Depósitos reales de M3 y excedente bruto de explotación de las sociedades no financieras

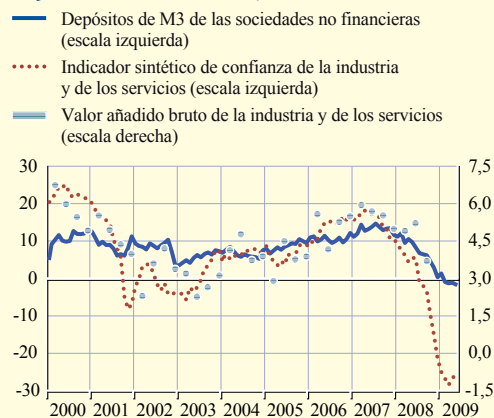
(tasas de variación interanual; porcentaje; sin desestacionalizar ni ajustar de efectos de calendario)



Fuentes: BCE, estimaciones del BCE y Eurostat.
Notas: Los depósitos reales de M3 se han deflactado utilizando la tasa de inflación medida por el IAPC. El excedente bruto de explotación utilizado para el cálculo de la ratio es una suma móvil de cuatro trimestres. El excedente bruto de explotación se basa en las cuentas integradas de la zona del euro a partir del primer trimestre de 1999 y en estimaciones del BCE para el período anterior.

Gráfico B Depósitos de M3 de las sociedades no financieras y actividad económica

(tasas de variación interanual; saldos netos; sin desestacionalizar ni ajustar de efectos de calendario)



Fuentes: BCE, cálculos del BCE, Eurostat y encuestas de opinión de la Comisión Europea.
Notas: El indicador sintético de confianza se calcula como la media ponderada de los indicadores de confianza de la industria y de los servicios, utilizando como ponderaciones el valor añadido bruto de los respectivos subsectores. El valor añadido bruto de la industria y de los servicios no incluye la categoría de Administración pública, educación, sanidad y otros servicios, que refleja principalmente las actividades del sector público.

La actividad económica como factor determinante de la configuración de las tenencias de depósitos de M3 de las sociedades no financieras

En primer lugar, las sociedades no financieras necesitan disponer de activos líquidos para realizar operaciones. En particular, precisan mantener reservas de liquidez suficientes para hacer frente a eventuales faltas de sincronización entre los pagos de los factores de producción y los ingresos procedentes de las ventas de bienes y servicios. Así pues, el crecimiento de las tenencias de depósitos de M3 de las sociedades no financieras aumenta o disminuye en línea con la actividad económica, observación confirmada por el alto grado de correlación entre el crecimiento de las tenencias de depósitos de M3 y el crecimiento del valor añadido bruto de la industria y los servicios, por una parte, y un indicador sintético de confianza para estos dos sectores, por otra (véase gráfico B). A este respecto, el rápido deterioro de la actividad real y esperada al final del 2008 concuerda con el ajuste de las reservas de liquidez de las sociedades no financieras.

Otros factores determinantes del comportamiento de las sociedades no financieras respecto al mantenimiento de depósitos de M3

En segundo lugar, las sociedades no financieras suelen gestionar activamente sus activos y pasivos financieros. Las decisiones relativas a la asignación y reasignación de carteras vienen determinadas, en gran medida, por los costes de oportunidad de mantener activos muy líquidos en relación con los beneficios que se derivarían de aprovechar oportunidades alternativas de inversiones financieras posiblemente más rentables, o con el ahorro que las empresas obtendrían mediante el reembolso de su deuda y/o la recompra de sus propias acciones. Al mismo tiempo, estos costes de oportunidad se ponderan frente a los costes de las oportunidades de inversión o de producción que no se pueden realizar debido a la falta de fondos inmediatamente disponibles.

La evolución reciente de los tipos de interés aplicados por las IFM sugiere que el coste de oportunidad ha influido en la configuración de las tenencias de depósitos de M3 de las sociedades no financieras. En particular, el aumento de la pendiente de la curva de rendimientos observado desde octubre del 2008 ha incrementado el coste de oportunidad de mantener depósitos de M3 en relación con activos financieros a más largo plazo, como muestra el fuerte aumento del diferencial entre los tipos de interés de los depósitos a corto plazo y el rendimiento de la deuda pública a diez años (véase gráfico C). Además, en los últimos meses los tipos de interés de los depósitos a corto plazo³ han reaccionado más rápidamente que los tipos de interés de los préstamos a corto plazo de las IFM ante el descenso de los tipos de interés a corto plazo del mercado monetario, con lo que se ha ampliado el diferencial entre ambos. En consecuencia, algunas sociedades no financieras, que habían decidido utilizar parte de los fondos que habían tomado prestados para adquirir activos monetarios que sirvieron como reservas de liquidez⁴, reaccionaron ante la nueva configuración de los tipos de interés utilizando estas reservas de liquidez para reducir los préstamos recibidos de las IFM. De hecho, esta interpretación es compatible con la reducción de los préstamos de las IFM a las sociedades no financieras observada en los últimos meses, principalmente en los plazos más cortos, como los préstamos de las IFM con un plazo inicial de hasta un año (véase gráfico D).

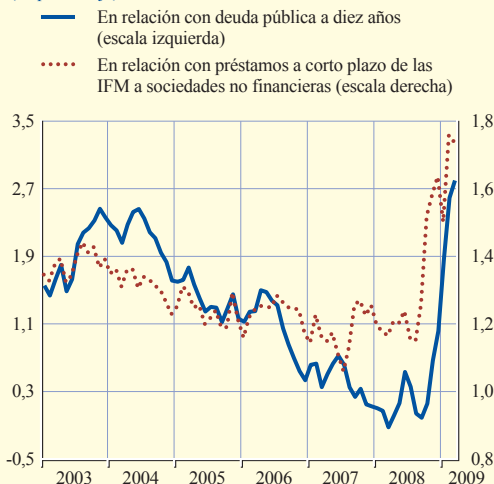
Mientras que estas consideraciones sugieren que la utilización de reservas de liquidez es resultado de una decisión voluntaria, la evolución reciente de las tenencias de depósitos de M3 de las socie-

³ Aplicable a los tipos de interés de los depósitos a plazo hasta un año y hasta dos años.

⁴ Equivalente a utilizar una línea de crédito como reserva para hacer frente a perturbaciones de liquidez y para la que las empresas pagan una tarifa.

Gráfico C Coste de oportunidad de mantener depósitos a corto plazo para las sociedades no financieras

(en porcentaje)

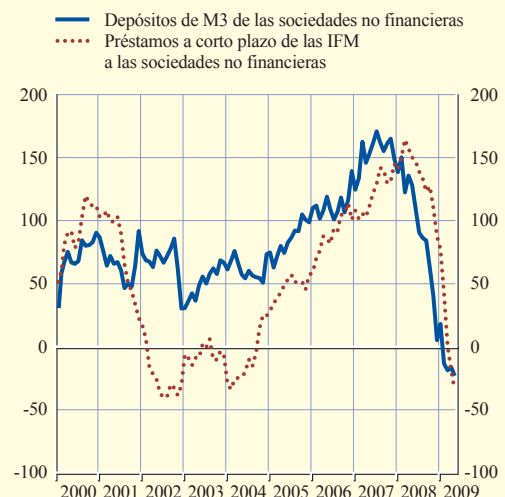


Fuente: BCE.

Notas: «Préstamos a corto plazo de las IFM» se refiere a los préstamos a tipo de interés variable o tipo de interés fijo hasta un año. «Depósitos a corto plazo» se refiere a los depósitos a plazo hasta un año.

Gráfico D Depósitos de M3 de las sociedades no financieras y préstamos a corto plazo de las IFM

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



Fuente: BCE.

Nota: «Préstamos a corto plazo de las IFM» se refiere a los préstamos con un plazo inicial de hasta un año.

dades no financieras puede reflejar, en cierta medida, una respuesta necesaria a las actuales condiciones de financiación. En concreto, algunas empresas han encontrado cada vez más difícil obtener financiación a través del sistema bancario, y otras han visto cómo su acceso a los mercados financieros se restringía. Además, la disminución de los beneficios de las empresas está limitando la financiación interna disponible. En este contexto, algunas empresas pueden haber precisado utilizar sus reservas de liquidez para hacer frente a sus necesidades de financiación, reduciendo así las tenencias de depósitos de M3 de las sociedades no financieras.

En resumen, todas estas consideraciones son probablemente relevantes para explicar la evolución reciente de las tenencias de depósitos de M3 de las sociedades no financieras, aunque existirán posiblemente diferencias entre los distintos sectores y empresas. En conjunto, la disminución de los depósitos y préstamos a corto plazo de las sociedades no financieras se enmarca en la reducción más general de sus balances y está en línea con el impacto de la fuerte recesión cíclica.

PRINCIPALES CONTRAPARTIDAS DE M3

En cuanto a las contrapartidas de M3, la tasa de crecimiento interanual del crédito total concedido por las IFM a residentes en la zona del euro siguió disminuyendo, y se situó en el 4% en mayo, frente al 4,4% de abril (véase cuadro 1), como consecuencia de la reducción de la tasa de crecimiento del crédito al sector privado, que sólo quedó compensada, en parte, con el nuevo incremento de la tasa de crecimiento interanual del crédito a las Administraciones Públicas (que pasó del 8% registrado en abril al 8,3% de mayo). Los flujos de entrada observados en mayo en el crédito otorgado al sector público tuvieron su origen, principalmente, en el aumento de los flujos mensuales de adquisiciones de valores distintos de acciones por las IFM.

La tasa de crecimiento interanual del crédito de las IFM al sector privado experimentó un nuevo descenso en mayo, hasta situarse en el 3,1%, frente al 3,7% de abril. La tasa de crecimiento interanual de los préstamos de las IFM al sector privado, el principal componente del crédito a este sector, volvió a disminuir y se situó en el 1,8%, frente al 2,3% observado el mes anterior. Los flujos mensuales registrados en estos préstamos se tornaron positivos en mayo, pero esto se debió, en parte, a la excepcional evolución de los préstamos a otros intermediarios financieros, resultado de la financiación de una transferencia de valores a una entidad de propósito especial.

Tras un período, a finales del 2008, de numerosas operaciones de titulización fuera de balance, en el que entidades de crédito originadoras vendieron préstamos, al tiempo que adquirieron los valores emitidos para ser utilizados como activos de garantía en las operaciones de crédito del Eurosistema, este tipo de actividad se ha moderado en los últimos meses. Esto podría deberse a la disminución de la demanda de liquidez del banco central por parte de las entidades de crédito en el período transcurrido hasta finales de mayo, que ha sido sustituida por la demanda de otros tipos de activos líquidos, como la deuda pública o los bonos bancarios avalados por el Gobierno. Aunque el efecto distorsionador de la eliminación de préstamos del balance sobre los préstamos al sector privado en un contexto de titulizaciones, se redujo en mayo, en términos intermensuales, aún prevalece en las tasas de crecimiento interanual (situándose en mayo la diferencia entre la serie anual corregida y sin corregir en 1,6 puntos porcentuales, prácticamente sin variaciones con respecto a los cuatro meses precedentes).

La tasa de crecimiento interanual de los préstamos concedidos por las IFM a las sociedades no financieras volvió a disminuir de forma significativa, hasta situarse en el 4,5% en mayo, frente al 5,3% de abril (véase cuadro 2), como consecuencia de las nuevas salidas registradas en mayo. Este flujo negativo fue resultado de las salidas en los préstamos hasta cinco años, mientras que continuaron produciéndose entradas en los préstamos a plazos más largos. Esa evolución apunta a una caída de la financiación a corto plazo, que podría reflejar la debilidad de la actividad económica y un mayor recurso a las reservas de liquidez disponibles, pero también el hecho de que algunas empresas están teniendo mayores dificultades para acceder a la financiación bancaria.

Cuadro 2 Préstamos de las IFM al sector privado

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

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

Fuente: BCE.

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

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

2) Según la definición del SEC 95.

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

La tasa de crecimiento interanual de los préstamos a hogares pasó a ser negativa en mayo, y se situó en el -0,2%, frente al 0% de abril. El flujo mensual fue ligeramente positivo. Como las operaciones de titulización están relacionadas, principalmente, con préstamos hipotecarios, parece que los flujos mensuales de préstamos a los hogares podrían haber sobreestimado la caída de la financiación de este sector. No obstante, el crédito a los hogares ha seguido moderándose en los últimos meses. En gran medida, la débil evolución del crédito se debe al acusado deterioro de la actividad económica, a la moderación observada en la dinámica de los precios de la vivienda y al hecho de que subsiste un elevado grado de incertidumbre en torno a las perspectivas económicas.

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) fue del 2,5% en mayo, frente al 2,3% de abril. Si se consideran sus subcomponentes, la tasa de crecimiento interanual de los depósitos a plazo a más de dos años aumentó de nuevo, hasta situarse en el 5,6%, frente al 5,4% de abril, y la de los depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses hasta el 7,7%, desde el 5,1% del mes precedente. La tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones a más de dos años de las IFM se elevó en mayo, como consecuencia de las cuantiosas adquisiciones por parte de los sectores tenedores de dinero, tras dos meses de salidas. Por tanto, las entidades de crédito pudieron de nuevo obtener financiación a largo plazo de entidades no bancarias utilizando este instrumento. Al mismo tiempo, la emisión neta de este tipo de valores a largo plazo por parte de las entidades de crédito fue considerablemente superior a las compras de los sectores tenedores de dinero (las propias IFM volvieron a incrementar sus tenencias de estos instrumentos)

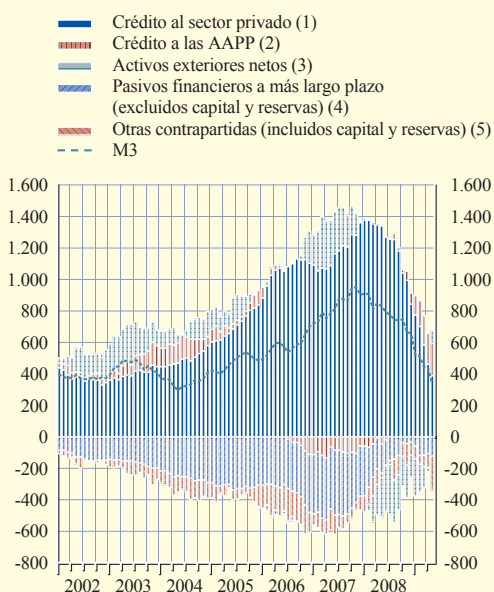
La tasa de crecimiento interanual del capital y las reservas aumentó hasta el 12,3% en mayo, desde el 10,4% de abril, reflejando los elevados flujos de entrada en estos instrumentos observados ese mes.

Si se considera la evolución de los activos y los pasivos exteriores del sector de las IFM, en mayo se registraron elevados flujos de salida en ambos lados del balance. En el activo, las considerables salidas des préstamos otorgados a no residentes siguieron siendo un elemento importante en el proceso de desapalancamiento de las entidades de crédito. Al mismo tiempo, los depósitos recibidos del resto del mundo se redujeron de forma más acusada que los activos. En consecuencia, la posición acreedora neta frente al exterior, que es la contrapartida de M3, registró entradas mensuales por importe de 55 mm de euros. En los doce meses transcurridos hasta mayo, se produjeron entradas por importe de 78 mm de euros en la citada posición, tras unas salidas de 26 mm de euros en los doce meses transcurridos hasta abril (véase gráfico 6).

En resumen, los datos de mayo confirman la desaceleración de la evolución tanto de M3 como de los préstamos, lo que es indicativo de una caída de la tasa de crecimiento monetario subyacente. El flujo de préstamos al sector privado siguió siendo

Gráfico 6 Contrapartidas de M3

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



Fuente: BCE.

Nota: M3 figura sólo como referencia ($M3 = 1 + 2 + 3 - 4 + 5$). Los pasivos financieros a más largo plazo (excluidos capital y reservas) figuran con signo invertido, porque son pasivos del sector IFM.

moderado, pero, en contraste con los meses anteriores, ligeramente positivo tras corregir los datos por los efectos de la titulización. Es probable que la contención del crédito se deba, en gran medida, al acusado deterioro de la actividad económica, a la moderación observada en la dinámica de los precios de la vivienda y al hecho de que subsiste un elevado grado de incertidumbre en torno a las perspectivas económicas. Las IFM continuaron reduciendo el tamaño de sus balances mediante la venta de activos exteriores y, en menor medida, de activos frente a otras IFM.

2.2 EMISIONES DE VALORES

Los emisores continuaron beneficiándose de la disminución de los costes de financiación mediante deuda en los primeros meses del 2009. La tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro se mantuvo en niveles muy elevados en abril del 2009. Las emisiones de las sociedades no financieras y del sector público fueron las que más contribuyeron al incremento de las tasas de crecimiento interanual. La tasa de crecimiento interanual de la emisión de acciones cotizadas siguió aumentando con moderación.

VALORES DISTINTOS DE ACCIONES

La tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro se estabilizó en un nivel elevado en abril del 2009, alcanzando el 12,1%, frente al 12% de marzo (véase cuadro 3). En comparación con marzo del 2009, la tasa de crecimiento interanual de la emisión de valores distintos de acciones a corto plazo aumentó 4 puntos porcentuales en abril, hasta situarse en el 27,9%. En cambio, en ese período, la tasa de crecimiento interanual de la emisión de este tipo de valores a largo plazo se redujo 0,4 puntos porcentuales, y se situó en el 10,1%, en abril. La emisión de valores distintos de acciones a más largo plazo se divide en valores a tipo de interés variable y valores a tipo de interés fijo. Tras un período de considerables emisiones netas de valores distintos de acciones a largo plazo a tipo de interés variable a finales del 2008, los participantes en el

Cuadro 3 Valores emitidos por residentes en la zona del euro

Sector emisor	Saldo vivo (mm de euros) 2009 Abril	Tasas de crecimiento interanual ¹⁾					
		2008 II	2008 III	2008 IV	2009 I	2009 Mar	2009 Abr
Valores distintos de acciones	13.798	6,9	7,3	7,8	10,7	12,0	12,1
IFM	5.419	7,8	8,2	6,4	5,7	5,9	6,4
Instituciones financieras no monetarias	2.033	21,5	23,3	23,8	29,6	31,1	30,6
Sociedades no financieras	728	5,9	4,1	5,0	7,7	8,9	9,9
Administraciones Públicas	5.617	2,2	2,4	5,6	10,2	12,1	12,5
De las cuales:							
Administración Central	5.267	2,3	2,4	5,8	10,5	12,4	12,6
Otras Administraciones Públicas	350	1,3	3,0	2,9	5,9	7,9	10,5
Acciones cotizadas:	3.435	0,9	0,6	0,8	1,2	1,5	1,7
IFM	414	1,5	2,8	4,9	7,2	8,0	8,2
Instituciones financieras no monetarias	249	2,4	2,6	2,6	3,2	3,3	3,4
Sociedades no financieras	2.772	0,6	0,0	-0,1	0,0	0,4	0,5

Fuente: BCE.

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

mercado han vuelto a favorecer la emisión de este tipo de valores a largo plazo, cuya tasa de crecimiento interanual ascendió ligeramente de nuevo, desde el 8,4% registrado en marzo, hasta el 8,5% de abril del 2009. Los valores a largo plazo a tipo de interés fijo representan el 67% del saldo de valores distintos de acciones a largo plazo. La tasa de crecimiento interanual de los valores a largo plazo a tipo de interés variable descendió hasta el 14,9% en abril, desde el 16,6% de marzo del 2009.

Las tendencias a corto plazo pueden observarse mejor a partir de tasas de crecimiento semestrales anualizadas y desestacionalizadas. Estas tasas apuntan a una ligera moderación del intenso crecimiento de la emisión total de valores distintos de acciones, que fue del 15,4% en abril del 2009. La caída de 0,4 puntos porcentuales con respecto al mes anterior fue causada por la desaceleración de la emisión de este tipo de valores por parte del sector público (véase gráfico 7).

En cuanto a las sociedades no financieras, la tasa de crecimiento interanual de la emisión de valores distintos de acciones de este sector aumentó desde el 8,9% de marzo hasta el 9,9% de abril. En ese mismo período, la tasa de crecimiento semestral anualizada de la emisión de este tipo de valores cayó desde el 12,8%, hasta el 16,2%, situándose en niveles registrados por última vez en el verano del 2003. La emisión neta de las sociedades no financieras siguió dominada por los valores distintos de acciones a largo plazo a tipo de interés variable, cuya tasa de crecimiento interanual se elevó hasta el 19,9% en abril del 2009, en comparación con el -0,7% correspondiente a los valores a largo plazo a tipo de interés variable, y el -14,4% para los valores a corto plazo a tipo variable. Este fuerte ritmo de emisión de valores distintos de acciones a largo plazo a tipo de interés fijo puede reflejar efectos de sustitución de los préstamos bancarios por la financiación mediante deuda, en un contexto de disminución de los diferenciales de crédito desde principios de año y de restricciones a la financiación a través del sistema bancario, como se indicó, por ejemplo, en la encuesta sobre préstamos bancarios de la zona del euro. Los datos más recientes apuntan a un mayor recurso a la emisión de valores distintos de acciones de todas las categorías de calificación crediticia y de todos los sectores, principalmente de emisores con calificaciones crediticias de menor calidad, así como de sectores más cíclicos.

Por lo que respecta al sector financiero, la tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por las IFM se mantuvo prácticamente invariable en el 6,4% en abril del 2009, tras el repunte observado los primeros meses del año como consecuencia de los avales públicos otorgados a la emisión de bonos bancarios. En abril se registró un cambio en la emisión neta de valores distintos de acciones, de largo plazo a corto plazo, en particular de los emitidos a tipo variable. La tasa de crecimiento semestral anualizada y desestacionalizada de la emisión de este tipo de valores a corto plazo por parte de las IFM se elevó hasta el 19,4%, desde el 11,1% de marzo del 2009, en comparación con un incremento intermensual relativamente reducido (de 0,3 puntos porcentuales), hasta el 4,2%, en abril del 2009, en el caso de los valores distintos de acciones a largo plazo.

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

(tasas de crecimiento semestrales anualizadas y desestacionalizadas)



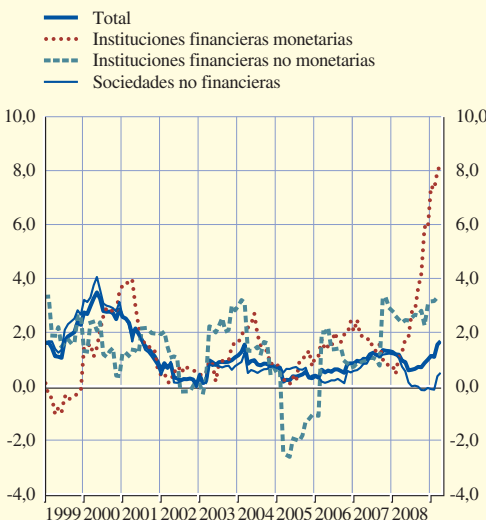
Fuente: BCE.

En cuanto a las instituciones financieras no monetarias, la tasa de crecimiento interanual de la emisión de valores distintos de acciones se moderó y se situó en el 30,6% en abril, frente al 31,1% de marzo del 2009. No obstante, este sector siguió siendo con diferencia el componente que está registrando el crecimiento más rápido en lo que respecta a la emisión total de valores distintos de acciones emitidos, y la tasa de crecimiento semestral anualizada continuó aumentando, reflejando un nivel elevado de titulaciones retenidas. A diferencia de las IFM, la actividad emisora siguió centrándose en los valores a más largo plazo, en particular a tipo de interés variable.

La tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por las Administraciones Públicas siguió siendo pronunciada y aumentó hasta el 12,5% en abril del 2009, muy por encima de la tasa media próxima al 4% registrada entre los años 1999 y 2008. La tasa de crecimiento semestral anualizada y desestacionalizada de los valores distintos de acciones emitidos por este sector se moderó, hasta situarse en el 17,5% en abril, frente al 21,3% de marzo del 2009. En general, el elevado nivel de emisiones refleja las considerables necesidades de financiación de los Gobiernos de la zona del euro.

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

(tasas de crecimiento interanual)



Fuente: BCE.

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

ACCIONES COTIZADAS

La tasa de crecimiento interanual de las acciones cotizadas emitidas por residentes en la zona del euro volvió a registrar un aumento moderado en abril del 2009, alcanzando el 1,7%, un nivel no observado desde el año 2001. Aunque todos los sectores contribuyeron a este incremento, las tasas de crecimiento interanual de la emisión de acciones por las instituciones financieras monetarias y por las instituciones financieras no monetarias fueron particularmente elevadas, del 8,2% y el 3,4%, respectivamente, reflejando la utilización de los derechos de emisión por numerosas instituciones financieras de la zona del euro, con el fin de contribuir a sanear sus balances. Además, la tasa de crecimiento interanual de las acciones cotizadas emitidas por las sociedades no financieras aumentó hasta el 0,5% en abril, tras seis meses de crecimiento negativo hasta febrero del 2009, impulsada por la evolución positiva de los mercados bursátiles en ese mes (véase gráfico 8).

2.3 TIPOS DE INTERÉS DEL MERCADO MONETARIO

En general, los tipos de interés del mercado monetario sin garantías experimentaron un descenso en junio, mientras que la evolución de los tipos de interés del mercado monetario con garantías fue heterogénea. En consecuencia, la trayectoria de los diferenciales entre los tipos sin garantías y los tipos con garantías también fue dispar, y el diferencial de los tipos de interés a tres meses aumentó ligeramente en junio. El Eurosistema continuó proporcionando abundante liquidez al sistema financiero en junio, aplicando procedimientos de subasta a tipo de interés fijo y con adjudicación plena en sus operaciones principales de financiación y en sus operaciones de financiación a plazo más largo.

Los tipos de interés del mercado monetario sin garantías descendieron en junio. El 1 de julio, los tipos EURIBOR a uno, tres, seis y doce meses se situaban en el 0,74%, el 1,09%, el 1,30% y el 1,50%, respectivamente, esto es, 19, 18, 16 y 13 puntos básicos por debajo de los niveles observados el 1 de junio. Este descenso fue algo más pronunciado en el caso de los tipos a más corto plazo, con el resultado de que el diferencial entre los tipos EURIBOR a doce meses y a un mes aumentó ligeramente, y se situó en 76 puntos básicos el 1 de julio, en comparación con los 69 puntos básicos del 1 de junio (véase gráfico 9).

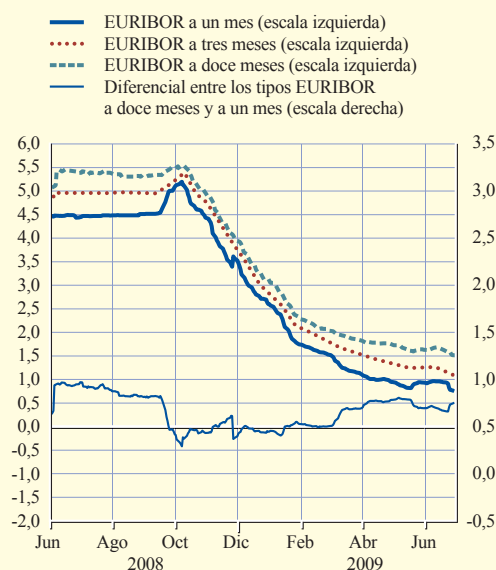
La evolución de los tipos *swap* del EONIA fue volátil durante ese periodo, especialmente para los plazos más cortos. A diferencia de los tipos de interés del mercado monetario sin garantías, los tipos *swap* del EONIA aumentaron, en líneas generales, hasta mediados de junio, antes de descender y situarse en niveles relativamente reducidos hacia finales de mes. En consecuencia, los diferenciales entre los tipos EURIBOR y los tipos *swap* del EONIA mostraron un comportamiento relativamente volátil en junio, con una evolución heterogénea en términos de los niveles registrados a finales de mes: los diferenciales de los tipos a más corto plazo eran superiores, en general, a los registrados a principios de junio, mientras que los diferenciales de los tipos a largo plazo eran ligeramente inferiores. En el caso de los tipos de interés a tres meses, este diferencial aumentó de 49 puntos básicos el 1 de junio a 51 puntos básicos el 1 de julio, un nivel todavía próximo al observado a principios de septiembre del 2008 (es decir, antes de que se intensificaran las tensiones en el mercado monetario de la zona del euro).

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 redujeron ligeramente, y el 1 de julio se situaron en el 1,040%, el 1,165% y el 1,265%, respectivamente, 8, 6 y 6 puntos básicos por debajo de los niveles del 1 de junio. La evolución observada en los tipos de interés implícitos en los futuros del EURIBOR a tres meses apunta a que las expectativas relativas a la evolución futura de los tipos de interés oficiales del BCE hasta, al menos, el primer semestre del 2010, no se han modificado prácticamente.

El EONIA mostró una volatilidad muy elevada durante el periodo de mantenimiento que finalizó el 9 de junio, y ocasionalmente se situó por encima del tipo de interés de las operaciones principales de financiación (OPF) del periodo comprendido entre el 22 y el 27 de mayo, antes de caer hasta niveles considerablemente por debajo del citado tipo en los últimos días del periodo (50 puntos básicos el 8 de junio; véase gráfico 10). Aunque se esperaba la decisión de no modificar los tipos de interés oficiales del BCE que se adoptó el 4 de junio, la volatilidad del segmento a un día se mantuvo ligeramente alta en el siguiente periodo de mantenimiento de reservas, como consecuencia de la incertidumbre relativamente elevada existente en torno a la evolución de las condiciones de liquidez, particularmente antes de la operación de financiación a plazo más largo (OFPML) a un año a tipo de interés fijo con adjudicación plena realizada

Gráfico 9 Tipos de interés del mercado monetario

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



Fuentes: BCE y Reuters.

el 24 de junio. Como consecuencia de la fuerte disminución de la liquidez registrada ese día tras la OPF semanal efectuada el día anterior, en la que las entidades de crédito redujeron sus pujas, el EONIA se incrementó hasta situarse 39 puntos básicos por encima del tipo aplicado en las OPF. En la OFPML a un año se adjudicó un volumen considerable de liquidez, lo que en gran parte se tradujo en un recurso muy notable a la facilidad de depósito. Esto hizo que el EONIA registrara un pronunciado descenso y se situara en niveles próximos al tipo de interés de la facilidad de depósito del BCE. El 1 de julio, el EONIA se situó en el 0,34%, es decir 66 puntos básicos por debajo del tipo de interés de las operaciones principales de financiación y sólo 9 puntos básicos por encima del tipo de la facilidad de depósito.

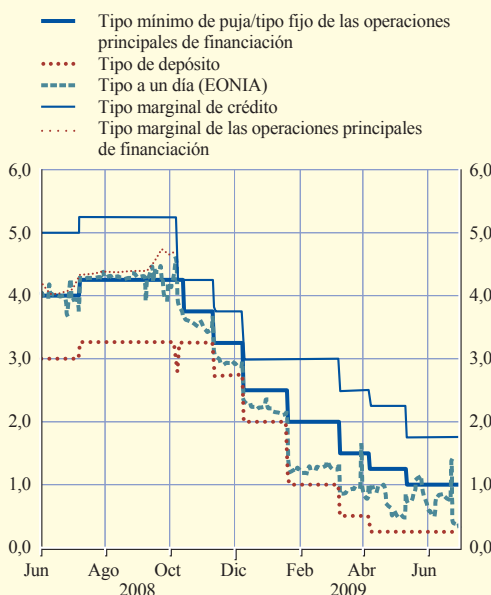
Como consecuencia de la actual política de gestión de la liquidez del Eurosistema, el volumen de liquidez proporcionado al mercado estuvo determinado únicamente por las pujas presentadas por las entidades de contrapartida. Asimismo, se observó un cambio significativo en la estructura temporal de la liquidez debido a la OFPML a un año realizada el 24 de junio, como muestra el hecho de que el porcentaje que representaba la liquidez con vencimiento a una semana sobre la liquidez total se redujera hasta situarse por debajo del 15% después del 24 de junio, tras haber permanecido en torno al 50% antes de esa fecha.

En las operaciones principales de financiación realizadas los días 2, 9, 16, 23 y 30 de junio, el BCE adjudicó 227,6 mm de euros, 302,1 mm de euros, 309,6 mm de euros, 167,9 mm de euros y 105,9 mm de euros, respectivamente. En general, las entidades de contrapartida obtuvieron más liquidez de la necesaria para cumplir las exigencias de reservas y tomar en consideración los factores autónomos. Parte de esa liquidez se absorbió mediante el recurso a la facilidad de depósito que, en términos generales, fue más limitado que en períodos de mantenimiento recientes, al menos con anterioridad a la OFPML a un año. Entre el 10 y el 24 de junio, el recurso diario a la facilidad de depósito se situó, en promedio, en 11 mm de euros, mientras que la media diaria había sido de 22,3 mm de euros en el período de mantenimiento que finalizó el 9 de junio. No obstante, esta situación cambió completamente después del 24 de junio, ya que el recurso diario a la citada facilidad aumentó notablemente y alcanzó los 257,1 mm de euros el 1 de julio.

En cuanto a las operaciones a plazo más largo, el Eurosistema realizó una operación de ajuste el 9 de junio (es decir, el último día del período de mantenimiento de reservas), en la que absorbió 57,9 mm de euros en una operación a tipo de interés variable con un tipo máximo del 1%, un tipo marginal del 0,8% y un tipo medio ponderado del 0,77%. En la operación de financiación a plazo más largo efectuada el 24 de junio (con adjudicación plena, un tipo de interés fijo del 1% y vencimiento a tres meses), el importe adjudicado ascendió a 6,4 mm de euros. En otras operaciones de financiación a plazo más largo con distintos vencimientos efectuadas los días 10 y 11 de junio a un tipo de interés fijo del 1%, el BCE

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

(en porcentaje; datos diarios)



Fuentes: BCE y Reuters.

adjudicó un total de 90 mm de euros. Por último, el 24 de junio el BCE adjudicó 442,2 mm de euros en la primera de las tres OFPML a un año anunciadas en mayo.

Además, haciendo uso de los acuerdos recíprocos de divisas (líneas *swap*) con la Reserva Federal, el Eurosistema continuó proporcionando financiación en dólares estadounidenses, respaldada por activos de garantía admitidos por el Eurosistema, en operaciones con diversos plazos de vencimiento realizadas los días 4, 18 y 25 de junio. El BCE también continuó proporcionando a las entidades de contrapartida del Eurosistema financiación en dólares estadounidenses y en francos suizos a cambio de euros a través de operaciones de *swaps* de divisas.

2.4 MERCADOS DE RENTA FIJA

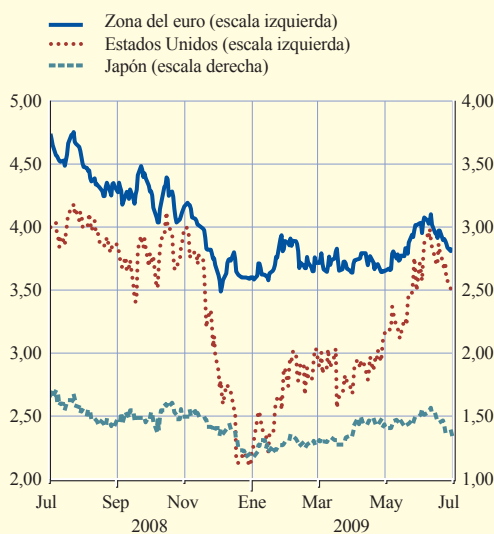
En junio del 2009, el rendimiento de la deuda pública a largo plazo disminuyó en la zona del euro, mientras que en Estados Unidos el fuerte aumento observado inicialmente se invirtió, en parte, en la segunda mitad del mes. Las renovadas presiones a la baja sobre el rendimiento estuvieron asociadas a cierto empeoramiento del clima de los mercados en los mercados mundiales. El rendimiento real de la deuda pública a largo plazo y las tasas de inflación implícitas a largo plazo de la zona del euro disminuyeron también. La volatilidad implícita de los mercados de renta fija se mantuvo, en general, estable a ambos lados del Atlántico.

Entre finales de mayo y el 1 de julio, el rendimiento de la deuda pública disminuyó unos 20 puntos básicos en la zona del euro y aumentó unos 10 puntos básicos en Estados Unidos. El 1 de julio, el rendimiento de la deuda pública a diez años se situó en torno al 3,8% en la zona del euro y al 3,6% en Estados Unidos (véase gráfico 11). En consecuencia, el diferencial entre el rendimiento nominal de la deuda pública a diez años en Estados Unidos y en la zona del euro se estrechó, hasta situarse en torno a -25 puntos básicos. En Japón, el rendimiento de la deuda pública a diez años descendió unos 15 puntos básicos, hasta situarse alrededor del 1,3%, al final del período considerado. En junio, la volatilidad de los mercados de renta fija se mantuvo en general estable a ambos lados del Atlántico, en niveles inferiores a los observados a finales del 2008 y principios del 2009, aunque todavía por encima de las medias registradas antes de la crisis.

En Estados Unidos, inicialmente el rendimiento de los bonos a largo plazo siguió creciendo a comienzos de junio, en torno a unos 50 puntos básicos, con respecto a los niveles de finales de mayo, hasta situarse el 10 de junio en el 4%, el nivel máximo alcanzado en siete meses. En la segunda mitad de junio, este aumento se invirtió parcialmente, y el rendimiento de los bonos cayó hasta el

Gráfico 11 Rendimiento de la deuda pública a largo plazo

(en porcentaje; datos diarios)



Fuentes: Bloomberg y Reuters.

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

3,6% al final del período analizado. El acusado repunte del rendimiento observado a principios de junio pareció ser reflejo de una combinación de factores, entre los que cabe señalar la constante inversión de los anteriores desplazamientos de fondos hacia activos más seguros y un mayor optimismo respecto a las perspectivas económicas, aunque también el fuerte aumento de las emisiones de bonos del Tesoro a largo plazo y la preocupación acerca de la sostenibilidad del crecimiento de la deuda pública. El posterior descenso del rendimiento de los bonos estadounidenses observado en la segunda mitad de junio parece estar relacionado con la publicación de datos económicos contradictorios y en parte más desfavorables de lo previsto respecto a las perspectivas económicas de Estados Unidos y del resto del mundo, lo que provocó nuevos desplazamientos de fondos hacia activos más seguros, que se reflejaron también en las recientes fluctuaciones de los precios de las acciones.

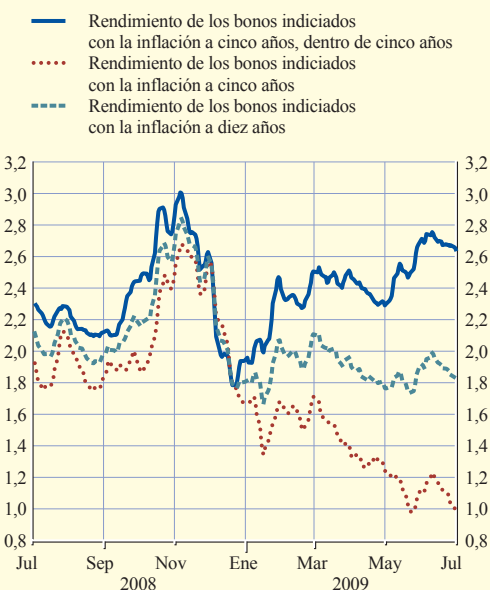
En la zona del euro, el rendimiento de la deuda pública a largo plazo descendió en el período examinado, durante el cual experimentó, sin embargo, importantes oscilaciones. El rendimiento de la deuda pública a diez años se elevó inicialmente, hasta situarse en el 4,1% a comienzos de junio, y disminuyó posteriormente unos 30 puntos básicos al final del período considerado. Los diferenciales de rendimiento de la deuda pública de la mayor parte de los países de la zona del euro con respecto a los bonos alemanes se mantuvieron prácticamente sin cambios, en niveles todavía relativamente elevados, aunque muy inferiores a las cotas alcanzadas en los primeros meses del 2009. Sin embargo, los diferenciales de algunos países que no alcanzaban la calificación crediticia de «AAA» volvieron a ampliarse, lo que podría ser reflejo de una persistente y elevada aversión al riesgo en los mercados de renta fija y de los temores respecto a la sostenibilidad fiscal del crecimiento de la deuda pública (para un análisis de la evolución de los diferenciales de deuda pública dentro de la zona del euro y de sus contrapartidas estadounidenses desde una perspectiva a más largo plazo, véase el recuadro 2).

El rendimiento de los bonos a largo plazo indicados con la inflación de la zona del euro disminuyó ligeramente en el transcurso del mes de junio. El rendimiento real a cinco y a diez años se redujo unos 10 puntos básicos, hasta situarse el 1 de julio en el 1% y el 1,8%, respectivamente (véase gráfico 12). El rendimiento real *forward* a cinco años dentro de cinco años descendió ligeramente, hasta el 2,6%, en relación con finales de mayo.

El mayor descenso del rendimiento nominal a largo plazo en comparación con el rendimiento real correspondiente se refleja en la reducción de las tasas de inflación implícitas a largo plazo. La tasa de inflación implícita *spot* a diez años disminuyó unos 10 puntos básicos, hasta el 2,1%, el 1 de julio, mientras que la tasa de inflación implícita *spot* a cinco años se mantuvo próxima al 1,8% observado a finales de mayo (véase gráfico 13). Así pues, la tasa de inflación implícita *forward* a cinco años dentro de cinco años cayó casi unos 20 puntos básicos, hasta situarse en torno al 2,4% el 1 de julio. Por el contrario, la tasa de inflación implícita *forward*

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

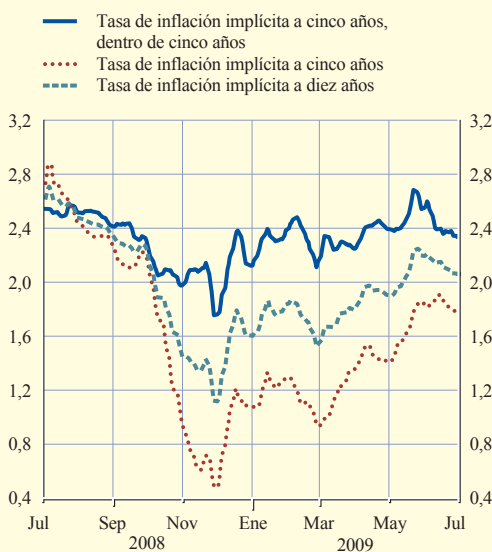
(en porcentaje; medias móviles de cinco días de datos diarios; datos desestacionalizados)



Fuentes: Reuters y cálculos del BCE.

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

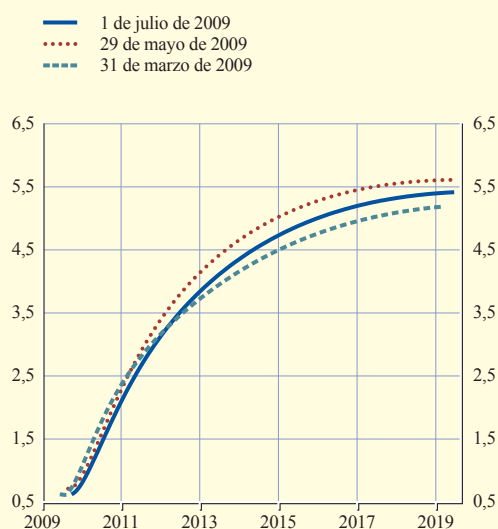
(en porcentaje; medias móviles de cinco días de datos diarios; datos desestacionalizados)



Fuentes: Reuters y cálculos del BCE.

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

(en porcentaje; datos diarios)



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

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

a cinco años dentro de cinco años derivada de los *swaps* iniciados con la inflación se elevó ligeramente, hasta el 2,6%. En consecuencia, la brecha entre los dos indicadores de expectativas de inflación a largo plazo se amplió, reflejo de diferencias en las primas de liquidez exigidas en los mercados de *swaps* iniciados con la inflación y en los mercados de renta fija, así como de desequilibrios en la oferta y la demanda.

La evolución de la estructura temporal de los tipos *forward* de la zona del euro muestra como el comportamiento general del rendimiento de la deuda pública a largo plazo de la zona puede descomponerse entre las variaciones de las expectativas de tipos de interés (y de las correspondientes primas de riesgo) en distintos horizontes temporales (véase gráfico 14). Entre finales de mayo y finales de junio se aplanó moderadamente la pendiente de la curva de tipos de interés *forward* implícitos a un día de la deuda pública de la zona del euro. Ello fue reflejo, principalmente, de la revisión a la baja de las expectativas de tipos de interés en los plazos más largos de la curva, lo que pareció ser consecuencia, en parte, de la reacción del mercado a la publicación de datos económicos peores de lo previsto. Los descensos observados en los plazos más largos de la curva han superado también la moderada reducción registrada en los plazos más cortos en respuesta a la primera operación de financiación a doce meses del Eurosistema realizada el 24 de junio.

En general, los diferenciales de renta fija privada de la zona del euro siguieron estrechándose en junio para la mayor parte de las calificaciones crediticias, tanto en el sector financiero como en el no finan-

Recuadro 2

COMPARACIÓN ENTRE LA EVOLUCIÓN DE LOS DIFERENCIALES DE DEUDA SOBERANA DE PAÍSES DE LA ZONA DEL EURO Y LA DE LOS DIFERENCIALES DE BONOS ESTATALES DE ESTADOS UNIDOS DURANTE LAS TURBULENCIAS FINANCIERAS

Durante las turbulencias financieras no sólo se elevaron en general los diferenciales y las primas de riesgo de la renta fija privada, sino que se ampliaron también los diferenciales de rendimiento de la deuda emitida por distintas Administraciones Públicas. En la zona del euro, los diferenciales de deuda soberana (con respecto a los bonos alemanes) se ampliaron considerablemente y sólo a partir de marzo del 2009 empezaron a mostrar señales de volver a estrecharse¹. Sin embargo, el hecho de que el rendimiento de la deuda pública presente tales diferencias en una misma área monetaria no es un fenómeno exclusivo de la zona del euro. Los diferenciales de rendimiento de los bonos de distintos Estados de Estados Unidos (con respecto a los bonos del Tesoro estadounidense) se han incrementado también notablemente durante las turbulencias financieras. En este recuadro se analiza la evolución de los dos conjuntos de diferenciales y se explican los motivos por los que la comparación entre los dos lados del Atlántico ha de realizarse con cierta cautela.

A finales de junio del 2007 (es decir, antes del inicio de las turbulencias), los diferenciales de deuda pública a largo plazo de la zona del euro no eran muy acusados, mientras que los diferenciales de bonos estatales de Estados Unidos eran todos fuertemente negativos (véase gráfico A)². Antes de explicar esta pronunciada disparidad de signo, es necesario analizar la construcción de los dos conjuntos de diferenciales. Los diferenciales de deuda pública de la zona del euro representan la diferencia entre el rendimiento de los bonos a diez años emitidos por el respectivo Estado miembro y el de los bonos a diez años emitidos por Alemania. Por el contrario, en Estados Unidos el rendimiento de los bonos de los distintos Estados se obtiene a partir de un índice de bonos emitidos por las Administraciones estatales y locales estadounidenses (como las municipalidades) con vencimiento aproximado de diez años. Todos los bonos del índice tienen, en promedio, la misma calificación crediticia que la del Estado. Del rendimiento de los bonos estatales obtenido de esta manera se sustrae el rendimiento de un bono del Tesoro estadounidense a diez años. Además de esta diferencia técnica, existe una asimetría entre la posición relativa del emisor del respectivo bono de referencia y la de los emisores de los demás bonos. En Estados Unidos, el bono de referencia es emitido por el Tesoro (es decir, el emisor soberano), mientras que los bonos de los distintos Estados son emitidos por administraciones locales y regionales. En cambio, en la zona del euro el emisor del bono de referencia (Alemania) y los emisores de los demás bonos son todos Estados soberanos. Los bonos alemanes se han elegido como referencia, debido a que son los que suscitan la percepción más reducida del riesgo de crédito, además de presentar una liquidez muy elevada³.

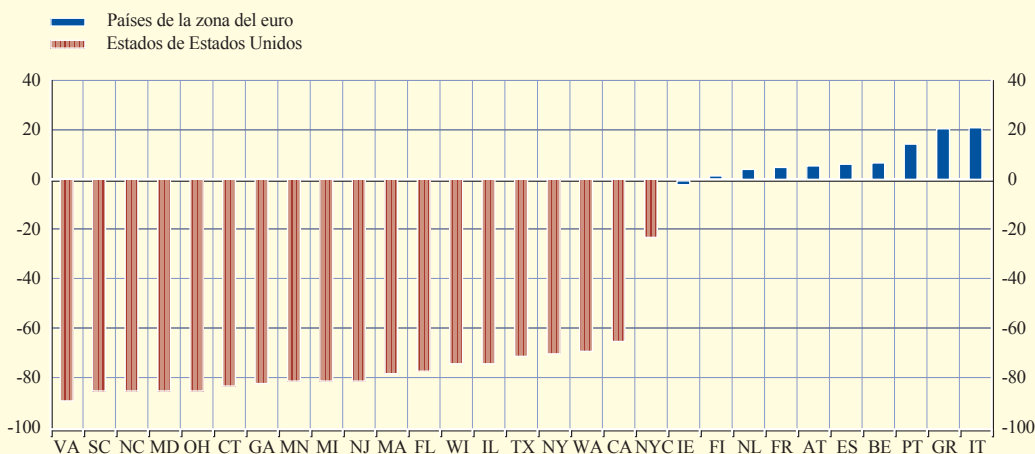
1 Para un análisis más detallado de la evolución de los diferenciales de deuda soberana de la zona del euro, véanse el recuadro titulado «¿Cómo han afectado los planes de rescate bancario de los Gobiernos a la percepción del riesgo de crédito por parte de los inversores?», en el Boletín Mensual de marzo del 2009, el recuadro titulado «Ampliación reciente de los diferenciales de rendimiento de la deuda soberana de la zona del euro», en el Boletín Mensual de noviembre del 2008 y, en particular, el artículo titulado «Impacto en las finanzas públicas de la zona del euro del apoyo del Gobierno al sector bancario», en el presente Boletín Mensual.

2 Por motivos de disponibilidad de datos, la muestra relativa a Estados Unidos abarca 18 Estados y la ciudad de Nueva York. Las abreviaturas de los Estados en cuestión son las siguientes: California (CA), Connecticut (CT), Florida (FL), Georgia (GA), Illinois (IL), Massachusetts (MA), Maryland (MD), Michigan (MI), Minnesota (MN), North Carolina (NC), New Jersey (NJ), New York (NY), New York City (NYC), Ohio (OH), South Carolina (SC), Texas (TX), Virginia (VA), Washington (WA) y Wisconsin (WI). La muestra relativa a la zona del euro incluye los países que ya habían adoptado el euro en el 2006 (excluido Luxemburgo).

3 Actualmente no es posible lograr una comparación más simétrica. No existe ninguna entidad federal europea que emita bonos que podrían compararse con los bonos del Tesoro estadounidense. De forma alternativa, sería posible elegir los bonos de uno de los Estados de Estados Unidos como referencia para conseguir un mayor grado de simetría en la comparación. Sin embargo, este enfoque sería bastante arbitrario y requeriría que el Estado de referencia fuera objeto de una reducida percepción del riesgo de crédito durante un largo período de tiempo.

Gráfico A Niveles de diferenciales de deuda soberana a diez años de la zona del euro y de bonos estatales estadounidenses el 29 de junio de 2007

(puntos básicos)



Fuentes: Datastream, Bloomberg y cálculos del BCE.

Otra dificultad para la comparación entre los dos lados del Atlántico reside en el tratamiento fiscal de los bonos estatales y locales aplicado en Estados Unidos. Los intereses devengados por estos bonos están generalmente exentos de impuestos federales sobre la renta y, si los bonos están en posesión de un inversor residente en el Estado emisor, también están exentos de impuestos estatales y locales sobre la renta. Así pues, en Estados Unidos los intereses de los bonos emitidos por los distintos Estados son generalmente inferiores a los de los bonos sujetos a impuestos. En consecuencia, los diferenciales entre los bonos estatales y los bonos federales suelen ser negativos. En la década anterior al inicio de las actuales turbulencias financieras, la mediana del diferencial de rendimiento de los bonos estatales a diez años se situó, en promedio, en -60 puntos básicos en relación con bonos del Tesoro de las mismas características. Por el contrario, esta diferencia en el tratamiento fiscal de la deuda pública no existe en la zona del euro, razón por la cual los diferenciales de deuda pública de la zona suelen ser positivos.

Estos dos puntos sugieren que las comparaciones entre los diferenciales de los bonos estatales de Estados Unidos y los de la deuda pública de la zona del euro deberían realizarse con cierta cautela. En particular, a la hora de comparar la evolución de los diferenciales en relación con las turbulencias financieras a ambos lados del Atlántico, más que en el nivel de los diferenciales de los bonos sería conveniente centrarse en su comportamiento.

La evolución de los diferenciales de la deuda soberana de la zona del euro y de los bonos estatales de Estados Unidos mostró un elevado grado de coincidencia entre julio del 2007 y finales del 2008 (véase gráfico B). En ese período, la correlación de las medianas de los dos conjuntos de diferenciales fue de 0,93. De hecho, dado que las turbulencias financieras se están produciendo a escala mundial, cabe considerar que los diferenciales de la deuda pública de la zona del euro y los de los bonos estatales de Estados Unidos estuvieron determinados por un «factor de crisis global» común, reflejo del deterioro de las perspectivas macroeconómicas mundiales y del efecto del aumento de la aversión al riesgo por parte de los inversores. Este factor parece haber elevado ambos conjuntos de diferenciales, más o menos de forma paralela, mientras que la magnitud absoluta de las variaciones de los diferenciales

estadounidenses superó la de sus contrapartidas de la zona del euro. Ello pudo haber sido reflejo, en parte, de las perturbaciones provocadas en los mercados de bonos estatales y locales por acontecimientos específicos de Estados Unidos. Entre estos acontecimientos, cabe citar la crisis del 2008 del sector de seguros «monolínea» que garantizó una parte importante del mercado de bonos municipales estadounidenses y, a partir de febrero del 2008, las repetidas subastas desiertas, en las que habitualmente se determina el tipo de interés de los bonos municipales.

En el primer trimestre del 2009, los dos grupos de diferenciales empezaron a mostrar una evolución marcadamente divergente. Mientras que, en general, los niveles de los diferenciales de los bonos estatales estadounidenses disminuyeron de forma acusada, los diferenciales de la zona del euro siguieron aumentando. La mediana de los diferenciales de los bonos estatales estadounidenses se estrechó en unos 90 puntos básicos, resultado del descenso del rendimiento de los bonos de los Estados y del ascenso del rendimiento de los bonos del Tesoro. Durante el mismo período, la mediana de los diferenciales de los países de la zona del euro volvió a aumentar ligeramente. El descenso de los diferenciales de los bonos estatales estadounidenses observado desde principios del 2009 ha estado asociado al impacto del anuncio del Presidente Obama y a la aprobación de un amplio plan de estímulo, por valor de unos 150 mm de dólares, destinado a ayudar a los Gobiernos de los Estados a cubrir una parte importante de su déficit presupuestario en los próximos años. Como se trata de una transferencia de fondos desde la autoridad federal a los Gobiernos de los Estados, la reciente reducción de los diferenciales de los bonos estatales puede reflejar, en parte, la percepción de un traslado del riesgo de crédito entre las entidades soberanas y «cuasi-soberanas» (es decir, las administraciones locales y regionales) dentro de la estructura federal estadounidense⁴.

Si se analiza la situación a mediados de marzo del 2009 (cuando los diferenciales de deuda soberana de la zona del euro estaban próximos a alcanzar su nivel de crisis), se observa que los diferenciales de los bonos estatales estadounidenses se han visto mucho más afectados que los diferenciales de rendimiento de la deuda pública de la zona del euro, en comparación con los niveles de finales de julio del 2007 (véase gráfico C). Las principales excepciones se registraron en Grecia e Irlanda. El fuerte aumento de los diferenciales de los bonos estatales estadounidenses los situó en valores positivos. En general, las magnitudes de los diferenciales de los bonos estatales estadounidenses registradas durante las turbulencias financieras fueron muy superiores a los niveles observados en la última década. Los mayores aumentos se registraron en áreas particularmente golpeadas por la crisis del mercado de la vivienda (California y Florida), pero también en áreas con una elevada concentración de sectores económicos que se encontraban en plena recesión, como el sector del automóvil (Michigan) y los servicios financieros (Nueva York).

Gráfico B Mediana de diferenciales de deuda soberana de la zona del euro y de bonos estatales estadounidenses

(puntos básicos; medias de cinco días)



Fuentes: Datastream y cálculos del BCE.
Nota: Las respectivas medianas se calculan para los dos mismos grupos de Estados/países que en el gráfico A.

⁴ Aunque los diferenciales de bonos estadounidenses empezaron a mejorar algo antes (a finales de diciembre del 2008) de que se aprobara el plan de estímulo (el 17 de febrero de 2009), el debate sobre el plan se prolongó durante varios meses. Ya desde comienzos de enero del 2009, quedó claro que la ayuda federal se ofrecería a las Administraciones estatales y locales como parte del citado plan.

Gráfico C Variaciones de los diferenciales de deuda soberana a diez años de la zona del euro y de bonos estatales estadounidenses entre el 29 de junio de 2007 y el 13 de marzo de 2009

(puntos básicos)



Fuentes: Datastream, Bloomberg y cálculos del BCE.

El déficit presupuestario de estos cuatro Estados era superior a la media de Estados Unidos en el ejercicio fiscal 2008 y se esperaba que se deteriorara más todavía en el ejercicio fiscal 2009.

Por último, desde finales de marzo tanto los diferenciales de deuda soberana de la zona del euro como los de bonos estatales estadounidenses han disminuido considerablemente, ante la mejora general del clima económico y la reducción de la aversión al riesgo a escala mundial. Estos descensos se interrumpieron a mediados de mayo (en la zona del euro) y principios de junio (en Estados Unidos), con unos diferenciales, a ambos lados del Atlántico, todavía muy superiores a los niveles anteriores a la crisis.

En resumen, durante las turbulencias financieras los diferenciales de rendimiento de la deuda pública de la zona del euro con respecto a Alemania se han ampliado hasta niveles que no se alcanzaban desde el inicio de la UEM. Se ha observado una evolución similar en Estados Unidos, donde los diferenciales de rendimiento entre los bonos estatales y los bonos del Tesoro se han ampliado también. Los dos conjuntos de diferenciales mostraron una estrecha correlación hasta finales del 2008. En el primer trimestre del 2009, los diferenciales de deuda soberana de la zona del euro volvieron a aumentar, mientras que los diferenciales de bonos estatales estadounidenses disminuyeron, lo que puede asociarse probablemente al anuncio de los importantes planes de ayuda que contemplaban la transferencia de fondos desde la autoridad federal a los Gobiernos de los Estados. Desde finales de marzo del 2009, ambos grupos de diferenciales se han estrechado notablemente, ante la mejora general del clima económico y la reducción de la aversión al riesgo. Sin embargo, los actuales niveles de los diferenciales superan todavía ampliamente las magnitudes anteriores a la crisis. En general, los diferenciales de bonos estatales estadounidenses han aumentado en mayor medida que sus contrapartidas de la zona del euro durante las turbulencias financieras. En este recuadro se ha señalado también que las comparaciones entre los diferenciales de deuda soberana de la zona del euro y los de bonos estatales estadounidenses presentan ciertas limitaciones. Las diferencias en el cálculo de los diferenciales y los distintos tratamientos fiscales requieren que, más que en las magnitudes absolutas de los diferenciales de los bonos, toda comparación entre los dos lados del Atlántico se centre en su evolución o sus variaciones.

ciero. El descenso fue más pronunciado para los valores de renta fija de alta calidad con calificación crediticia más baja y para los valores de grado especulativo. Sin embargo, los diferenciales se mantuvieron ligeramente por encima de las medias anteriores a la crisis, reflejo de la persistente incertidumbre de los mercados respecto a la situación financiera de los sectores financiero y no financiero en el actual contexto económico.

2.5 TIPOS DE INTERÉS DE LOS PRÉSTAMOS Y DE LOS DEPÓSITOS

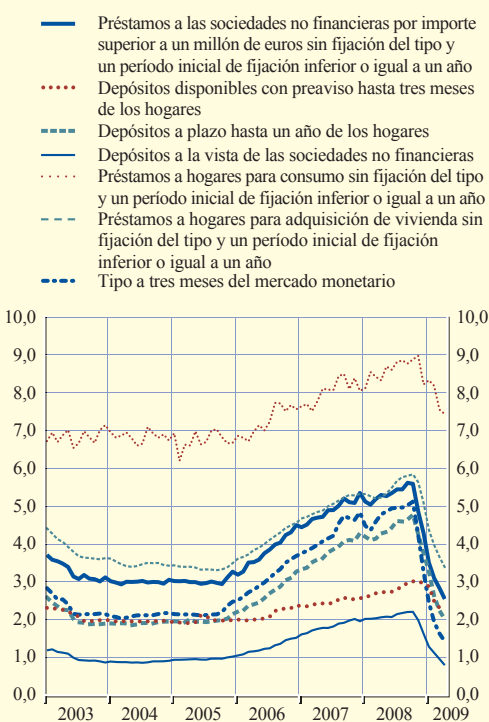
En abril del 2009, la mayor parte de los tipos de interés aplicados por las IFM a los nuevos préstamos y depósitos de los hogares y de las sociedades no financieras continuó disminuyendo, siguiendo la tendencia a la baja iniciada en noviembre del 2008 tras los recortes de los tipos de interés oficiales del BCE y las consiguientes reducciones de los tipos de interés del mercado monetario y de los rendimientos de los bonos. Los diferenciales de los tipos de interés a corto plazo aplicados por las IFM con respecto a los tipos del mercado monetario se estrecharon en abril, y cabe esperar que sigan descendiendo a medida que las modificaciones de los tipos de interés oficiales se transmitan gradualmente.

En abril del 2009, todos los tipos de interés a corto plazo aplicados por las IFM a los nuevos préstamos y depósitos se situaron en niveles considerablemente por debajo de los registrados el mes anterior, como consecuencia de la reacción a la considerable reducción de los tipos del mercado monetario observada desde noviembre del 2008 (véase gráfico 15). Todos los tipos a corto plazo disminuyeron de manera acorde, en líneas generales, con el nuevo descenso (de 21 puntos básicos) del EURIBOR a tres meses registrado en abril con respecto a marzo del 2009. Esta caída fue más limitada para los tipos aplicados a los depósitos a muy corto plazo de los hogares y de las sociedades no financieras, así como para los aplicados a los préstamos a hogares para consumo, y osciló entre 12 y 16 puntos básicos. En cambio, la disminución de los tipos aplicados a los grandes préstamos otorgados a las sociedades no financieras y a los hogares para adquisición de vivienda, de 29 y 27 puntos básicos, respectivamente, superó el descenso del EURIBOR a tres meses. En consecuencia, los diferenciales de los tipos de interés a corto plazo aplicados por las IFM con respecto a los tipos a corto plazo del mercado monetario se estrecharon ligeramente (véase gráfico 16).

Desde una perspectiva a más largo plazo, el EURIBOR a tres meses se redujo 370 puntos básicos entre octubre del 2008 y abril del 2009, en comparación con unos descensos de 246 puntos básicos en el caso de los tipos de interés aplicados a los

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

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



Fuente: BCE.

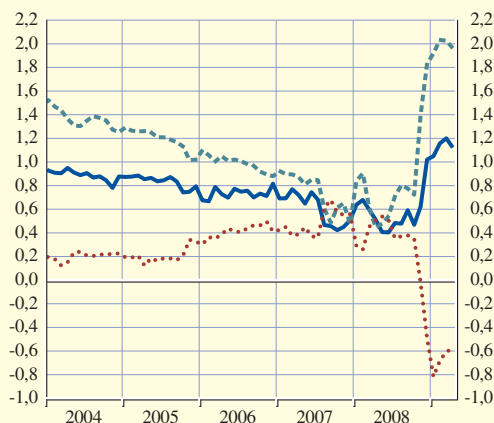
préstamos a hogares para adquisición de vivienda sin período inicial de fijación del tipo de interés o con período inicial de fijación hasta un año y de 270 puntos básicos en el de los préstamos de cuantía elevada otorgados a las sociedades no financieras con condiciones similares. Por tanto, teniendo en cuenta la inercia habitual en el ajuste de los tipos de interés aplicados por las entidades a su clientela y la elevada prima de riesgo de crédito asociada a la preocupación existente respecto a las perspectivas de los balances de los prestatarios, así como a la incertidumbre en torno a la renta y a la capacidad para atender las obligaciones de pago, la evolución más reciente tiende a confirmar que los recortes de los tipos de interés oficiales están repercutiendo en los tipos aplicados por las entidades de crédito a los préstamos y créditos y a los depósitos en la misma medida que en el pasado. En el recuadro 3 se analiza la evolución reciente de los tipos de interés aplicados por las entidades de crédito a los préstamos y el mecanismo de transmisión en la zona del euro y en Estados Unidos.

En cuanto a los tipos de interés a más largo plazo, los aplicados por las IFM a los préstamos a hogares continuaron descendiendo en abril del 2009 (véase gráfico 17). En particular, los tipos a largo plazo de los préstamos para adquisición de vivienda disminuyeron unos 5 puntos básicos, y los aplicados a los depósitos a más de dos años de los hogares 20 puntos básicos, en comparación con marzo del 2009. Mientras que los tipos de interés aplicados por las IFM a los préstamos a largo plazo de cuantía reducida (esto es, por importe inferior o igual a un millón de euros) a las sociedades no financieras se redujeron 12 puntos básicos, los aplicados por este sector a los préstamos similares de cuantía elevada aumentaron 17 puntos básicos durante este período. Lo mismo sucedió con los tipos de interés aplicados por

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

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

- Préstamos a las sociedades no financieras por importe superior a un millón de euros sin fijación del tipo y un período inicial de fijación inferior o igual a un año
- Depósitos hasta un año de los hogares
- - - Préstamos a hogares para adquisición de vivienda sin fijación del tipo y un período inicial de fijación inferior o igual a un año



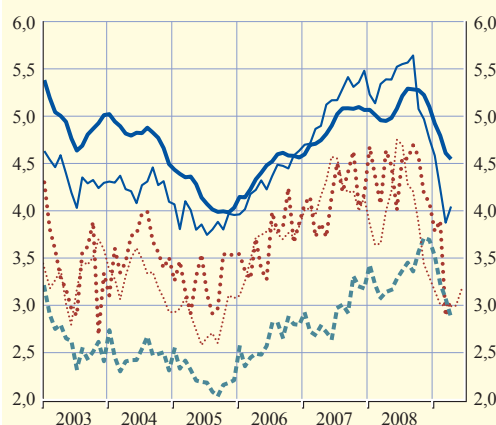
Fuente: BCE.

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

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

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

- Préstamos a hogares para adquisición de vivienda con período inicial de fijación del tipo de más de cinco años y hasta diez años
- Depósitos a plazo a más de dos años de las sociedades no financieras
- - - Depósitos a plazo a más de dos años de los hogares
- Préstamos a las sociedades no financieras por importe superior a un millón de euros con período inicial de fijación del tipo de más de cinco años
- Rendimiento de la deuda pública a cinco años



Fuente: BCE.

las IFM a los depósitos a largo plazo de las sociedades no financieras, que se incrementaron prácticamente lo mismo. Entre marzo y abril del 2009, el rendimiento de la deuda pública a medio plazo apenas se modificó.

Estos moderados incrementos de algunos de los tipos de interés aplicados por las IFM en abril deben considerarse desde una perspectiva a más largo plazo. Entre mediados del 2007 y abril del 2009, los tipos de interés a largo plazo aplicados a los depósitos de las sociedades no financieras y a los préstamos de cuantía elevada otorgados a este sector registraron un descenso de 109 y 112 puntos básicos, respectivamente. En cambio, los tipos aplicados a los préstamos a largo plazo por importe reducido de este mismo sector, así como los de los préstamos a largo plazo a los hogares, sólo han disminuido entre 14 y 40 puntos básicos en este período durante el cual el rendimiento de la deuda pública a cinco años y a diez años se redujo 158 y 57 puntos básicos, respectivamente.

La rentabilidad de las entidades de crédito de la zona del euro depende, entre otras cosas, del diferencial entre los tipos de interés de los préstamos y de los depósitos, tanto el basado en los saldos vivos como el basado en las nuevas operaciones. Ambas medidas continuaron con su tendencia a la baja en abril del 2009 y permanecieron en niveles considerablemente por debajo de los registrados antes de las perturbaciones financieras. Por

Recuadro 3

COMPARACIÓN DE LA EVOLUCIÓN RECIENTE DE LOS TIPOS DE INTERÉS APLICADOS POR LAS ENTIDADES DE CRÉDITO EN LA ZONA DEL EURO Y EN ESTADOS UNIDOS

En este recuadro se compara la evolución reciente del coste de la financiación bancaria en la zona del euro y en Estados Unidos. El análisis se centra en los niveles de los tipos de interés aplicados por las entidades de crédito, así como en sus diferenciales con respecto a los tipos de mercado, tanto para las sociedades no financieras como para los hogares¹. Para que la transmisión de la política monetaria se realice eficazmente, es importante que las modificaciones de los tipos de interés oficiales influyan en los tipos de interés aplicados por las entidades a los hogares y a las empresas. Este es el denominado mecanismo de transmisión de los tipos de interés. En general, la evidencia empírica sugiere que las decisiones sobre tipos de interés adoptadas durante el reciente episodio de turbulencias financieras han repercutido en los tipos de interés aplicados por las entidades a las sociedades no financieras, tanto en la zona del euro como en Estados Unidos y, aunque en menor medida, en los aplicados a los hogares. Ciertamente, un rasgo común de la economía es que la transmisión al sector hogares ha sido, en general, más limitada.

Todos los gráficos que figuran más adelante presentan movimientos de los tipos de interés aplicados por las entidades de crédito y de los tipos de mercado. La evolución de los tipos de interés a corto plazo aplicados por las entidades a los préstamos y créditos suele resultar afectada por las variaciones del EURIBOR a tres meses en el caso de la zona del euro y del LIBOR a tres meses en el de Estados Unidos, mientras que los tipos a largo plazo suelen reflejar cambios en los rendimientos de la deuda pública. Desde junio del 2007, los tipos de interés de mercado han mostrado patrones parcialmente diferentes en

¹ Al interpretar las diferencias en los tipos de interés aplicados por las entidades de crédito entre la zona del euro y Estados Unidos, es importante tener presente que la comparación de los datos queda limitada, no sólo por las diferencias en la metodología estadística utilizada (como el muestreo, las definiciones y la cobertura de los datos), sino también por las considerables diferencias en el comportamiento financiero de las sociedades no financieras y de los hogares a ambos lados del Atlántico. La zona del euro tiene un sistema financiero basado, en su mayor parte, en las entidades de crédito, y los préstamos al sector privado representaron un 145% del PIB en el 2007, mientras que, en Estados Unidos, los préstamos bancarios al citado sector supusieron el 63% del PIB ese mismo año.

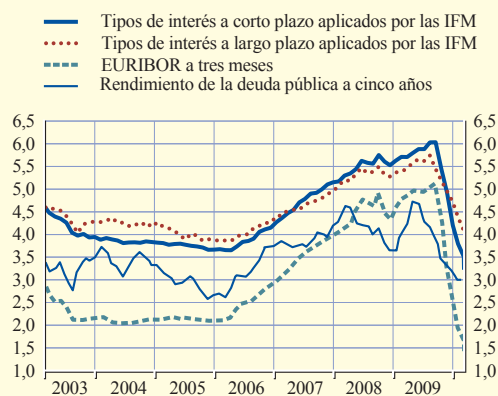
estas dos áreas económicas. Entre junio del 2007 y abril del 2009 (el mes más reciente para el que se dispone de datos sobre los tipos de interés aplicados por las entidades de crédito), los tipos de interés a corto plazo del mercado monetario de la zona del euro que refleja el EURIBOR a tres meses se redujeron unos 270 puntos básicos, mientras que los rendimientos de la deuda pública a cinco años disminuyeron en torno a 160 puntos básicos. Sin embargo, se ha de señalar que la mayor parte de esta caída se ha producido desde octubre del 2008. En Estados Unidos, el LIBOR a tres meses y el rendimiento de la deuda pública a dos años disminuyeron alrededor de 400 puntos básicos (frente a una reducción de 500 puntos básicos del tipo de interés de los fondos federales) desde junio del 2007.

Por lo que respecta a los componentes del coste de la financiación bancaria en términos nominales, en la zona del euro, los tipos de interés a corto plazo aplicados por las IFM a los préstamos a las sociedades no financieras sin fijación inicial del tipo y con período inicial de fijación inferior o igual a un año se redujeron alrededor de 210 puntos básicos entre junio del 2007 y abril del 2009 (véase gráfico A). En ese mismo período, los tipos de interés a largo plazo aplicados por el citado sector a los préstamos a las sociedades no financieras con período inicial de fijación del tipo de más de cinco años descendieron menos de 105 puntos básicos. No obstante, se ha de observar que la mayor parte de este descenso se produjo con posterioridad a octubre del 2008, cuando los tipos de interés aplicados por las entidades de crédito de la zona del euro alcanzaron el nivel más elevado desde enero del 2003. Por tanto, los tipos de interés aplicados a los préstamos disminuyeron de manera prácticamente paralela a los tipos de interés oficiales del BCE.

La mayor parte de los tipos de interés aplicados por las entidades de crédito a los préstamos a hogares para adquisición de vivienda y para crédito al consumo también se ha reducido, aunque en menor medida que los de los préstamos a las sociedades no financieras. Los tipos de interés a corto plazo aplicados por las IFM a los préstamos a hogares sin fijación inicial del tipo y con período inicial de fijación inferior o igual a un año disminuyeron casi 150 puntos básicos entre junio del 2007 y abril del 2009 (véase gráfico B). En ese mismo período, los tipos de interés a largo plazo aplicados por el citado sector a los préstamos a hogares con período inicial de fijación del tipo de más de cinco años experimentaron solo un ligero descenso, de 15 puntos básicos.

Gráfico A Tipos de interés aplicados por las IFM a los nuevos préstamos a sociedades no financieras de la zona del euro y tipos de interés de mercado

(en porcentaje; datos mensuales)

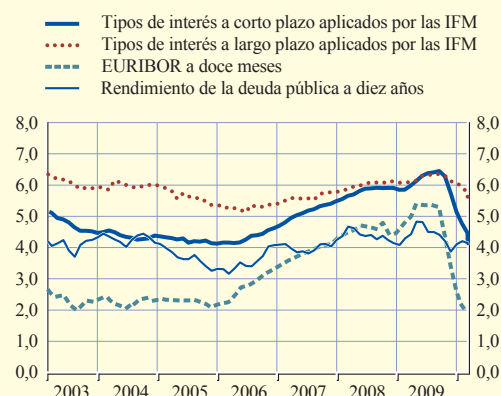


Fuentes: BCE y Reuters.

Nota: El rendimiento de la deuda pública a cinco años es más adecuado para los tipos a largo plazo aplicados por las entidades de crédito de la zona del euro.

Gráfico B Tipos de interés aplicados por las IFM a los nuevos préstamos a hogares de la zona del euro y tipos de interés de mercado

(en porcentaje; datos mensuales)



Fuentes: BCE y Reuters.

En Estados Unidos, los tipos de interés medios aplicados por las entidades de crédito a los préstamos y créditos han disminuido desde que el Comité de Operaciones de Mercado Abierto de la Reserva Federal comenzó a reducir su tipo de interés oficial en septiembre del 2007. Desde mediados del 2007, los tipos de interés de los préstamos comerciales e industriales han descendido más de 460 puntos básicos, en el caso de los préstamos a corto plazo² y 420 puntos básicos en el de los préstamos a largo plazo, hasta situarse en torno al 2% y el 3,6%, respectivamente, en el primer trimestre del 2009 (véase gráfico C).

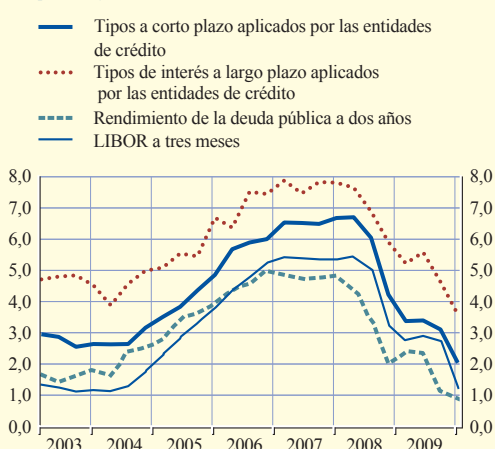
En cuanto a los tipos de interés hipotecarios en Estados Unidos, aunque el tipo de interés fijo aplicado a los préstamos hipotecarios a largo plazo convencionales ha disminuido sustancialmente, los tipos aplicados a las grandes hipotecas (préstamos por importes más elevados que no pueden acogerse a una garantía de Fannie Mae o de Freddie Mac) se han mantenido en niveles más altos a medida que los inversores se han retirado de este segmento del mercado hipotecario desde que comenzaron las turbulencias financieras (véase gráfico D), y sólo recientemente se han observado algunos descensos en los tipos aplicados a las hipotecas de cuantía elevada.

La evolución reciente de los tipos de interés aplicados por las entidades de crédito a los préstamos y créditos en la zona del euro y en Estados Unidos y los diferenciales relativos con respecto a los tipos de interés de mercado proporcionan evidencia de utilidad sobre el funcionamiento del mecanismo de transmisión de los tipos de interés en un entorno de tipos de interés reducidos. La evidencia disponible para las dos áreas económicas muestra una transmisión algo más moderada en el caso de los tipos de interés aplicados a los préstamos a hogares que en el de los préstamos a sociedades no financieras. Por ejemplo, en la zona del euro, los diferenciales de los tipos de interés a corto plazo aplicados a los préstamos a sociedades no financieras han aumentado unos 65 puntos básicos desde junio del 2007, mientras que los

2 Los tipos de interés a corto plazo se calculan como el tipo medio ponderado de las siguientes categorías: diario, de 2 a 30 días, de 31 a 365 días.

Gráfico C Tipos de interés aplicados a los préstamos comerciales e industriales en Estados Unidos y tipos de interés de mercado

(en porcentaje; datos trimestrales)

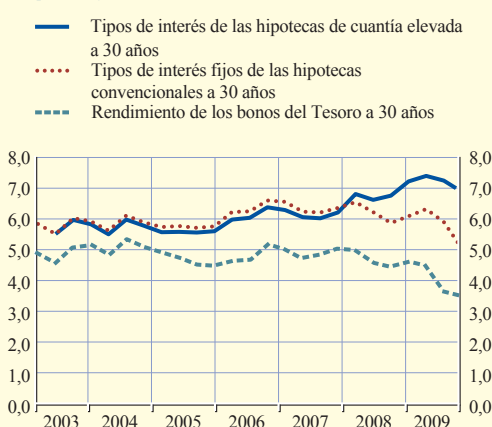


Fuentes: Federal Reserve Survey of Terms of Business Lending, Haver Analytics y Reuters.

Nota: Tipos de interés aplicados a los préstamos comerciales e industriales concedidos por bancos comerciales. Para Estados Unidos, el rendimiento de la deuda pública a dos años refleja mejor con la duración de los préstamos.

Gráfico D Tipos de interés hipotecarios en Estados Unidos y tipos de interés de mercado

(en porcentaje; datos trimestrales)



Fuentes: Primary Mortgage Market Survey, Bankrate.com y Bloomberg.

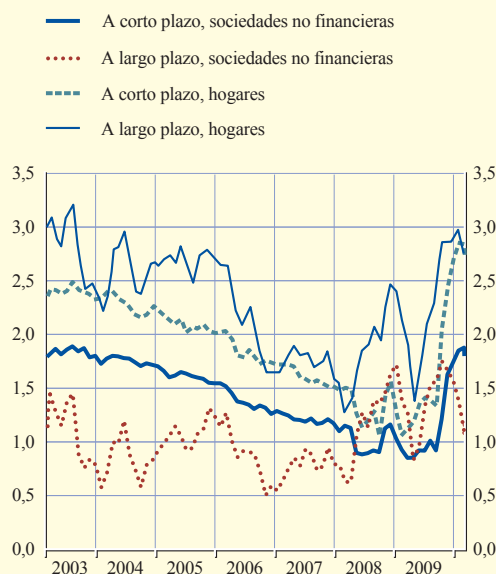
correspondientes a los préstamos a hogares han aumentado tanto en el caso de los tipos a corto plazo como en el de los tipos a largo plazo, 125 y 140 puntos básicos, respectivamente (véase gráfico E).

En Estados Unidos, los diferenciales entre los préstamos comerciales e industriales a corto plazo y el LIBOR a tres meses se han reducido 50 puntos básicos desde junio del 2007. Los diferenciales de los tipos de interés a largo plazo aplicados a los préstamos a las sociedades no financieras se han estrechado algo menos, 30 puntos básicos, con respecto a los rendimientos de la deuda pública a dos años (véase gráfico F). Por lo que se refiere a los préstamos hipotecarios, la disminución del tipo de interés fijo aplicado a los préstamos hipotecarios convencionales de Estados Unidos sólo ha sido evidente desde que la Reserva Federal anunciara adquisiciones de activos relacionados con hipotecas en noviembre del 2008, mientras que la transmisión a los tipos de interés hipotecarios fue muy limitada durante las fases iniciales de reducciones de los tipos de interés oficiales (entre septiembre del 2007 y noviembre del 2008). En un sistema financiero basado en el mercado, como el de Estados Unidos, el desplome de las operaciones de titulización ha introducido tensiones adicionales en la transmisión de los tipos de interés, reduciendo la disponibilidad de financiación y aumentando su coste para las entidades originadoras de préstamos. El grado de transmisión a los tipos hipotecarios también se ha visto afectado por los acontecimientos observados en las agencias semipúblicas de financiación hipotecaria, que desempeñan un papel fundamental en el mercado hipotecario secundario estadounidense.

En general, parece que la transmisión de las variaciones de los tipos de interés oficiales a los tipos de interés aplicados por las entidades de crédito ha seguido funcionando durante las perturbaciones fi-

Gráfico E Diferenciales de los tipos de interés aplicados por las IFM en la zona del euro

(en porcentaje; datos mensuales)

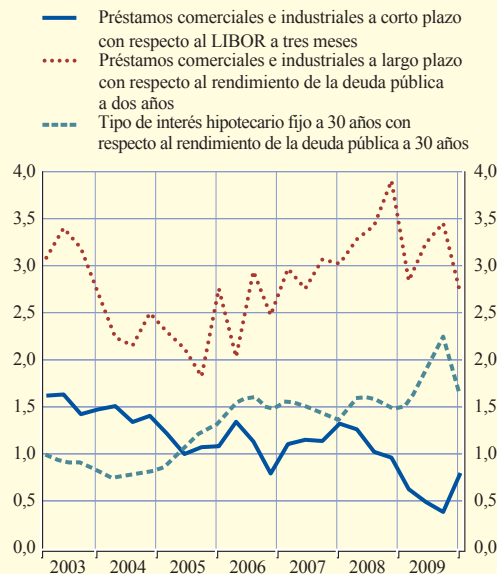


Fuentes: BCE y Reuters.

Nota: Los diferenciales a corto plazo se calculan como la diferencia entre los tipos de interés aplicados por las entidades de crédito y el EURIBOR a tres meses. Los diferenciales a largo plazo se calculan utilizando el rendimiento de la deuda pública a cinco años.

Gráfico F Diferenciales de los tipos de interés aplicados a los préstamos hipotecarios y a los préstamos comerciales e industriales en Estados Unidos

(en porcentaje; datos trimestrales)



Fuentes: Primary Mortgage Market Survey, Reserva Federal y Bloomberg.

nancieras, tanto en la zona del euro como en Estados Unidos. Las vulnerabilidades del sector bancario, acentuadas por la agudización de las tensiones en los mercados monetarios e interbancarios, dieron lugar a una ampliación de los diferenciales entre los tipos de interés aplicados por las entidades y los tipos de mercado. En la zona del euro, la mayor parte de los diferenciales, que habían experimentado un aumento más acusado en el caso de los tipos de interés aplicados por las entidades de crédito a los préstamos a hogares, han retrocedido a los niveles observados en el 2004. El fortalecimiento de los balances de las entidades de crédito y un funcionamiento adecuado de los mercados monetarios son condiciones necesarias para que la orientación de la política monetaria se transmita de manera eficaz a los costes de financiación de los hogares y de las empresas.

tanto, aunque las entidades han trasladado, en términos generales, las reducciones de los tipos de interés oficiales a los tipos aplicados a los préstamos y créditos concedidos a su clientela pese a la crisis financiera, la mayor competencia por atraer depósitos de sus clientes para que sustituyan a fuentes de financiación alternativas ha contribuido a reducir los diferenciales entre los préstamos y los depósitos en el negocio de la banca minorista. Al mismo tiempo, la evidencia procedente de informes empresariales muestra que, recientemente, algunas entidades han logrado generar considerables ingresos de otras líneas de negocio.

2.6 MERCADOS DE RENTA VARIABLE

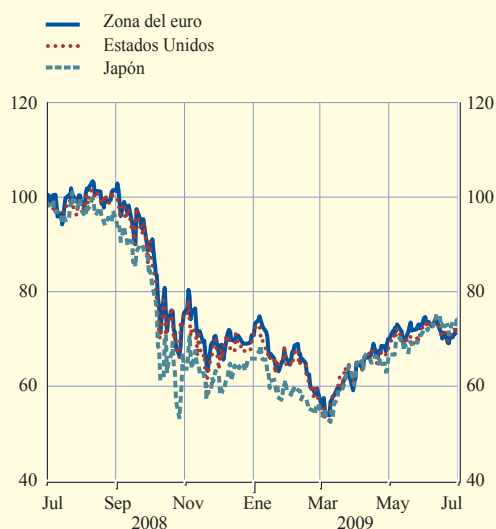
En el transcurso del mes de junio, los precios de las acciones experimentaron pronunciadas fluctuaciones en los mercados mundiales. En la segunda mitad de junio, los mercados se vieron afectados por la publicación de datos económicos contradictorios y en parte más desfavorables de lo previsto, con el consiguiente empeoramiento del clima de los mercados. El 1 de julio, las cotizaciones bursátiles de la zona del euro y de Estados Unidos se situaron en niveles prácticamente iguales a los registrados a finales de mayo. La volatilidad implícita de los mercados de renta variable siguió estabilizándose.

Entre finales de mayo y el 1 de julio, las cotizaciones bursátiles de la zona del euro, medidas por el índice amplio Dow Jones EURO STOXX, se situaron en niveles próximos a los observados a finales de mayo (véase gráfico 18), las de Estados Unidos, medidas por el índice Standard & Poor's 500, tampoco experimentaron cambios significativos, y las de Japón, medidas por el índice Nikkei 225, subieron en torno a un 4%. Sin embargo, el período analizado se caracterizó por pronunciadas fluctuaciones. Algunos desplazamientos de fondos hacia activos más seguros parecen haber estado relacionados con la publicación de datos económicos poco claros y en parte peores de lo previsto, sobre todo en la segunda mitad de junio. No obstante, la volatilidad implícita a corto plazo de los mercados de renta variable, que mide la incertidumbre de los mercados, descendió tanto en la zona del euro como en Estados Unidos, hasta alcanzar los niveles más bajos observados desde la intensificación de las turbulencias financieras a mediados de septiembre del 2008 (véase gráfico 19). Por otro lado, la volatilidad implícita a más largo plazo (a un año y dos años) de las acciones incluidas en el índice Dow Jones EURO STOXX se mantuvo en general estable, muy por debajo de los máximos alcanzados a finales del 2008 y principios del 2009.

Las subidas iniciales de las cotizaciones bursátiles registradas al principio del período examinado parecieron ser reflejo de la actitud más positiva de los mercados ante los activos de riesgo observada a partir de marzo del 2009 y de nuevas mejoras de algunos datos económicos de las encuestas que

Gráfico 18 Índices bursátiles

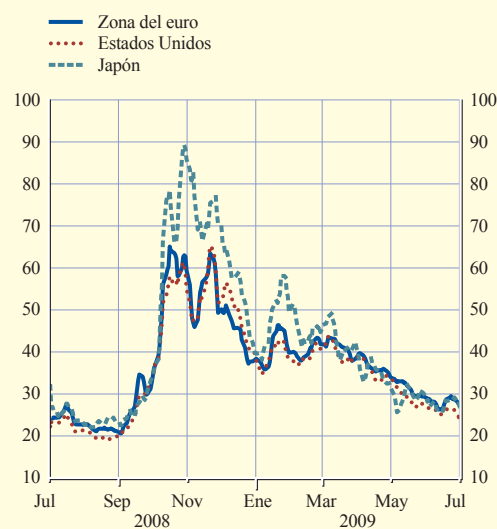
(índice: 1 de julio de 2008 = 100; datos diarios)



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

Gráfico 19 Volatilidad implícita de los mercados de renta variable

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



Fuente: Bloomberg.
Notas: Las series de volatilidad implícita representan la desviación típica esperada de las tasas de variación de las cotizaciones bursátiles en un periodo 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.

habían impulsado al alza los precios de las acciones en los meses anteriores. Sin embargo, en la segunda mitad de junio las cotizaciones bursátiles bajaron de forma moderada en los mercados internacionales, probablemente como consecuencia de la publicación de datos económicos contradictorios y en parte más desfavorables de lo previsto respecto a las perspectivas mundiales. El descenso de los precios de las acciones puede haber sido percibido por los participantes en el mercado como una corrección del anterior importante repunte de los mercados bursátiles, que moderó la recuperación de la confianza de los inversores observada precedentemente. El clima de los mercados empeoró también, como resultado de la rebaja de la calificación crediticia de varios bancos estadounidenses por la agencia Standard & Poor's. En consecuencia, los precios de las acciones del sector financiero cayeron, en torno a un 2% en Estados Unidos, y a un 1% en la zona del euro, en el período considerado.

Los beneficios efectivos y esperados de las empresas cotizadas de la zona del euro siguieron siendo reducidos en junio. El crecimiento de los beneficios efectivos por acción de las empresas incluidas en el índice Dow Jones EURO STOXX volvió a descender, hasta el -35,9%, desde el -33,4% de mayo. La evolución de los beneficios continúa presentando marcadas diferencias entre los distintos sectores. En junio, la tasa de crecimiento interanual de los beneficios por acción de las empresas del sector no financiero disminuyó nuevamente, hasta situarse en torno al -27,2%, mientras que el crecimiento de los beneficios de las empresas cotizadas del sector financiero se redujo hasta casi el -61%. Según las previsiones, el crecimiento de los beneficios por acción esperado para los próximos doce meses debería mejorar, aunque se mantendría en un valor negativo, el -1,2%, frente al -3% esperado en mayo.

3 PRECIOS Y COSTES

Según el avance de Eurostat, la inflación interanual medida por el IAPC de la zona del euro cayó desde el 0% de mayo al -0,1% de junio. El nuevo descenso de las tasas de inflación refleja, principalmente, los efectos de base derivados de las marcadas fluctuaciones que los precios de las materias primas han ido experimentando en los mercados internacionales en los doce últimos meses.

Como consecuencia de estos efectos de base se espera que las tasas de inflación interanual permanezcan temporalmente en valores negativos en los próximos meses, para volver posteriormente a valores positivos, en los que se estima que se mantendrán a más largo plazo. Asimismo 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. Los riesgos para las perspectivas de inflación están, en general, equilibrados.

3.1 PRECIOS DE CONSUMO

Según el avance de Eurostat, la inflación interanual medida por el IAPC de la zona del euro bajó desde el 0% de mayo hasta el -0,1% de junio, su primer valor negativo desde el inicio de la UEM (véase cuadro 4). Aunque no se dispone todavía del detalle de esta estimación, se esperaba una caída, como consecuencia de un fuerte efecto de base a la baja del componente energético, derivado del aumento de los precios del petróleo registrado en junio del 2008.

El detalle de mayo indica que la caída de 0,6 puntos porcentuales de la inflación con respecto al mes anterior fue reflejo del descenso de la tasa de variación interanual de la mayor parte de los componentes del IAPC, especialmente de la energía y de los servicios. La tasa de variación interanual del componente energético del IAPC cayó en el mes de mayo hasta el -11,6%, como resultado de un efecto de base a la baja. Sin embargo, en comparación con el mes precedente, los precios de la energía subieron un 0,4%, como reflejo, principalmente, del aumento de los precios del transporte y de los combustibles líquidos, en línea con el incremento de los precios del petróleo observado en mayo. Por el contrario, los precios de consumo de la electricidad y del gas siguieron bajando en tasa intermensual en mayo, reflejo del impacto retrasado de los anteriores descensos de los precios del petróleo.

La tasa de variación interanual de los precios de los alimentos no elaborados disminuyó hasta el 0,7% en mayo, desde el 1,6% de abril. A este descenso contribuyeron todos los subcomponentes, especialmente los precios de las hortalizas, que habían subido notablemente en los primeros meses del 2009, debido a los efectos de condiciones atmosféricas adversas. La tasa de variación interanual de los precios de los alimentos elaborados bajó al 1% en mayo, desde el 1,2% de abril, observándose descensos en todos los subcomponentes, especialmente en los que estaban más expuestos a las subidas de los precios de las materias primas (como los cereales, los productos lácteos, y el aceite y las grasas) registradas en el pasado verano. La evolución a corto plazo de este componente fue bastante estable en mayo.

La inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos, que representan cerca del 30% de la cesta del IAPC, disminuyó al 1,5% en mayo, como consecuencia del descenso de la inflación en los precios de los servicios, que se redujo en 0,4 puntos porcentuales, hasta situarse en el 2,1% en mayo, y que se debió a unos efectos de calendario derivados de las fechas en que cayó la Semana Santa este año. Como resultado de estos efectos, en mayo se observó una importante reducción de la tasa de variación interanual de componentes relacionados con las vacaciones (vacaciones organizadas, alojamiento y transporte aéreo). Además, algunos descensos de las tasas de variación interanual de los precios de los restaurantes y comedores colec-

Cuadro 4 Evolución de los precios

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

	2007	2008	2009 Ene	2009 Feb	2009 Mar	2009 Abr	2009 May	2009 Jun
IAPC y sus componentes								
Índice general ¹⁾	2,1	3,3	1,1	1,2	0,6	0,6	0,0	-0,1
Energía	2,6	10,3	-5,3	-4,9	-8,1	-8,8	-11,6	.
Alimentos no elaborados	3,0	3,5	2,6	3,3	2,4	1,6	0,7	.
Alimentos elaborados	2,8	6,1	2,7	2,0	1,6	1,2	1,0	.
Bienes industriales no energéticos	1,0	0,8	0,5	0,7	0,8	0,8	0,8	.
Servicios	2,5	2,6	2,4	2,4	1,9	2,5	2,1	.
Otros indicadores de precios								
Precios industriales	2,7	5,9	-0,6	-1,6	-2,9	-4,6	.	.
Precios del petróleo (euro/barril)	52,8	65,9	34,3	34,6	36,5	39,0	42,8	49,5
Precios de las materias primas no energéticas	9,2	4,4	-20,7	-24,5	-24,9	-19,5	-18,7	.

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

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

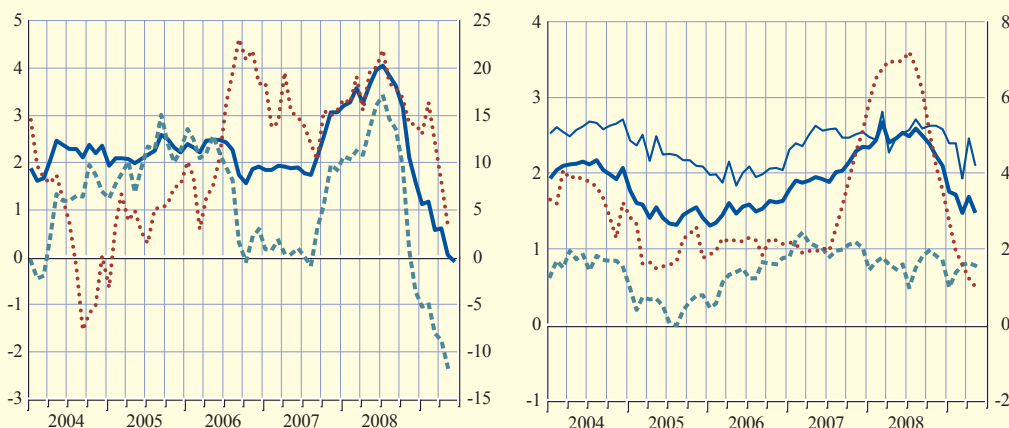
1) La inflación medida por el IAPC de junio del 2009 corresponde a una estimación preliminar de Eurostat.

tivos contribuyeron a la caída de la inflación en los precios de los servicios. La tasa de variación interanual de los precios de los bienes industriales no energéticos se situó en el 0,8% por tercer mes consecutivo. Las tasas de variación interanual de la mayor parte de los componentes de esta categoría se mantuvieron bastante estables en mayo, mes en el que los precios de los automóviles siguieron bajando, aunque a un ritmo más lento que el mes anterior. En general, parece que la contracción de la actividad económica y la debilidad de la demanda no han influido todavía de forma muy acusada en la evolución de los precios de los bienes industriales no energéticos. Sin embargo, puede que la medición de los precios no tenga debidamente en cuenta todos los descuentos y las ofertas especiales, que podrían ser particularmente importantes en el caso del componente de precios de los automóviles del IAPC.

Gráfico 20 Desagregación del IAPC por principales componentes

(tasas de variación interanual; datos mensuales)

- IAPC general (escala izquierda)
- ... Alimentos no elaborados (escala derecha)
- Bienes industriales no energéticos (escala izquierda)
- Servicios (escala izquierda)
- IAPC general, excluidos energía y alimentos no elaborados (escala izquierda)
- ... Alimentos elaborados (escala derecha)
- Bienes industriales no energéticos (escala izquierda)
- Servicios (escala izquierda)



Fuente: Eurostat.

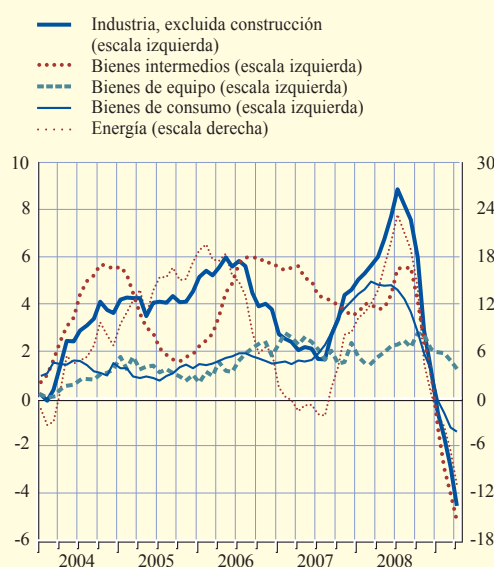
3.2 PRECIOS INDUSTRIALES

Las presiones sobre los precios a lo largo de la cadena de suministro se han vuelto a reducir en los últimos meses. La tasa de variación interanual de los precios industriales, que se había tornado negativa al inicio del año, se situó en el $-4,6\%$ en abril. La tasa de variación interanual del componente energético cayó al $-11,1\%$ en abril, desde el $-6,6\%$ de marzo, como consecuencia de un importante descenso intermensual y de un efecto de base a la baja. Si se excluyen la energía y la construcción, la inflación interanual en los precios industriales cayó al $-2,4\%$ en abril. Esta caída, determinada por la disminución de los costes de los bienes intermedios y por la contracción de la demanda, fue reflejo de la evolución de todos los subcomponentes, especialmente de los precios de los bienes intermedios, cuya tasa de variación interanual disminuyó desde el -4% de marzo hasta el $-5,2\%$ de abril. Las tasas de variación interanual de los precios de los bienes de equipo y de los bienes de consumo se redujeron también en abril, hasta el $1,2\%$ y el $-1,4\%$, respectivamente (véase gráfico 21).

La información relativa a los últimos meses procedente de las encuestas sobre fijación de precios por parte de las empresas indica, sin embargo, que las presiones latentes sobre los precios están disminuyendo a un ritmo más lento (véase gráfico 22). Por lo que se refiere al índice de directores de compras (PMI), los datos de junio muestran que todos los índices de precios se han elevado. En el sector manufacturero, el índice de precios de los bienes intermedios subió de forma significativa, probablemente como resultado de los aumentos intermensuales de los precios de las materias primas observados en los últimos meses, mientras que el índice de precios cobrados alcanzó su nivel más alto desde enero del 2009. En el sector servicios, el índice de precios de los bienes intermedios se elevó por primera vez desde junio del 2008, lo que sugiere que la tasa de descenso de los precios de los bienes intermedios de

Gráfico 21 Desagregación de los precios industriales

(tasas de variación interanual; datos mensuales)

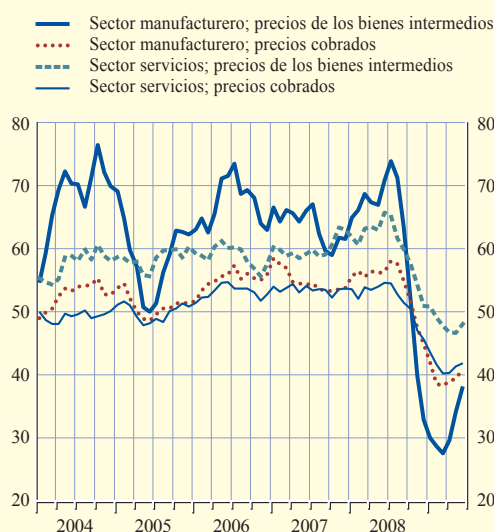


Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

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

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

(índices de difusión; datos mensuales)



Fuente: Markit.

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

Cuadro 5 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	3,3	3,3	2,3	3,4	4,0	3,7
Remuneración por asalariado	2,5	3,1	3,1	3,2	3,5	2,8	1,9
<i>Pro memoria:</i>							
Productividad del trabajo	0,9	-0,1	0,6	0,3	-0,1	-1,6	-3,6
Costes laborales unitarios	1,6	3,2	2,5	2,9	3,5	4,5	5,7

Fuentes: Eurostat, datos nacionales y cálculos del BCE.

este sector puede haberse estabilizado, mientras que el índice de precios cobrados volvió a registrar un ligero aumento. Pese a estos incrementos, los índices de precios del PMI siguen señalando una caída de los precios, en comparación con el mes anterior, aunque a una tasa más reducida.

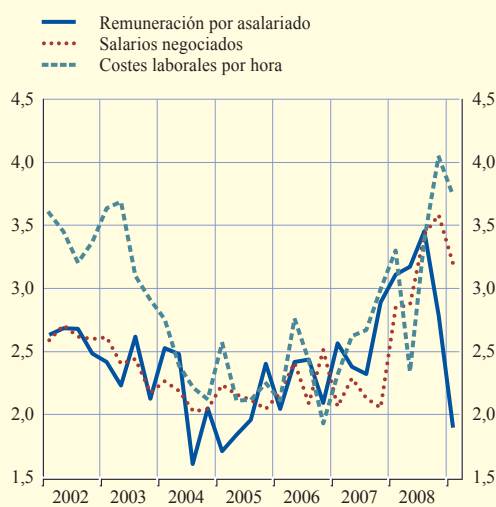
3.3 INDICADORES DE COSTES LABORALES

La tasa de crecimiento interanual de los salarios negociados bajó al 3,2% en el primer trimestre del 2009, desde el 3,6% registrado en el último trimestre del 2008. 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. La tendencia mantenida por este indicador en el último trimestre del 2008 y el primer trimestre del 2009 puede atribuirse, en gran medida, 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. Sin embargo, la información disponible señala que la tasa de crecimiento interanual de los salarios negociados puede haberse desacelerado todavía más al inicio del segundo trimestre del 2009 (véanse gráfico 23 y cuadro 5).

La tasa de crecimiento interanual de la remuneración por asalariado cayó al 1,9% en el primer trimestre del 2009, desde el 2,8% del trimestre anterior. Esta pronunciada caída fue consecuencia, principalmente, de los fuertes descensos observados en Alemania, Italia, Países Bajos y Bélgica, asociados a la extensa reducción del número de horas trabajadas por asalariado aplicada en estos países. Por consiguiente, la intensa desaceleración de la remuneración por asalariado se debe, básicamente, a la reducción general de la remuneración, como resultado del menor número de horas trabajadas por asalariado.

Gráfico 23 Indicadores de costes laborales

(tasas de variación interanual; datos trimestrales)



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

La tasa de crecimiento interanual de los costes laborales por hora de la zona del euro disminuyó ligeramente, hasta el 3,7%, en el primer trimestre del 2009, desde el 4% del cuarto trimestre del 2008. El fuerte crecimiento de los costes laborales por hora ha estado determinado, en buena parte, por el impacto de varias medidas adoptadas para reducir el número de horas trabajadas por asalariado, especialmente en Alemania, dado que esta reducción va acompañada con frecuencia de un recorte menos que proporcional de la remuneración de los asalariados (véase el recuadro titulado «Ajustes de los mercados de trabajo durante la actual contracción de la actividad económica», en el Boletín Mensual de junio del 2009). Debido a que el sector industrial es el que se vio más afectado por estas medidas, los costes laborales por hora aumentaron más en este sector, en un 6,1%, frente al 3,6% de la construcción y al 2,4% de los servicios (véase gráfico 24).

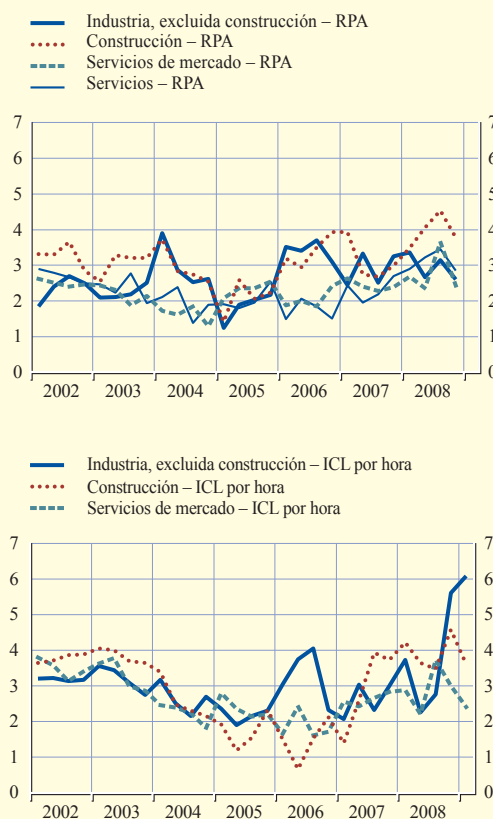
El crecimiento interanual de la productividad bajó desde el -1,6% del último trimestre del 2008 hasta el -3,6% del primer trimestre del 2009, ya que el empleo cayó menos que el PIB. A su vez, el mayor descenso de la productividad originó un marcado repunte del crecimiento de los costes laborales unitarios, desde el 4,5% del cuarto trimestre del 2008 hasta el 5,7% del primer trimestre del 2009, con lo que se alcanzó un nuevo máximo desde el inicio de la UEM.

3.4 PERSPECTIVAS DE INFLACIÓN

A corto plazo, las perspectivas de inflación interanual medida por el IAPC seguirán caracterizándose por los efectos de base derivados de la evolución de los precios de la energía en el 2008. Por esta razón se espera que las tasas de inflación interanual desciendan nuevamente en los próximos meses, para volver posteriormente a valores positivos, en los que se estima que se mantendrán a más largo plazo. Asimismo, 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. 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 las perspectivas de inflación están, en general, equilibrados. Estos riesgos están relacionados, en particular, con las perspectivas de actividad económica, y 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 será necesario realizar en los próximos años.

Gráfico 24 Evolución de los costes laborales por sectores

(tasas de variación interanual; datos trimestrales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

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

4 PRODUCTO, DEMANDA Y MERCADO DE TRABAJO

El ritmo de actividad económica en la zona del euro siguió debilitándose a lo largo del primer trimestre del 2009, de forma paralela a la actual recesión de la economía mundial. Se prevé que la actividad económica continúe siendo moderada en lo que resta de año, aunque su descenso debería ser menos acusado que en el primer trimestre del 2009. Si se considera el año próximo, se espera que a mediados del 2010, y tras una fase de estabilización, se produzca una recuperación gradual, con tasas de crecimiento intertrimestrales positivas. Las importantes medidas de estímulo económico adoptadas en las principales áreas económicas deberían respaldar el crecimiento mundial, incluida la zona del euro. Los riesgos para las perspectivas económicas están equilibrados.

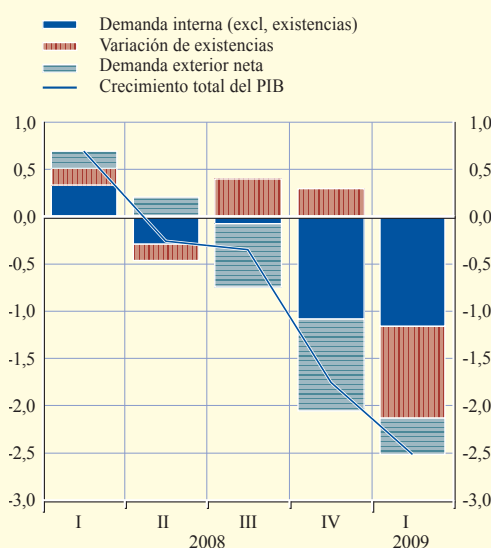
4.1 PIB REAL Y COMPONENTES DE LA DEMANDA

El ritmo de actividad en la zona del euro disminuyó de forma acusada a comienzos del 2009, tras una prolongada contracción de la demanda tanto interna como mundial. Según la primera estimación de Eurostat, 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 25). Esta prolongada contracción ha reducido, probablemente, el nivel del producto potencial y afectado al potencial de crecimiento económico de la zona del euro en los próximos años (véase recuadro 4). De cara al futuro, es probable que el crecimiento de la zona del euro siga contrayéndose durante el 2009, pero se espera que su ritmo de desaceleración disminuya gradualmente. Tras una fase de estabilización, se prevé que el crecimiento económico se recupere paulatinamente en el 2010.

El deterioro de la demanda fue generalizado en todos sus componentes durante el primer trimestre del 2009. La demanda exterior cayó a un ritmo muy rápido, como consecuencia del colapso del comercio mundial. También retrocedió la demanda interna, registrando la inversión un descenso significativo y moderándose el consumo; y las existencias contribuyeron negativamente al crecimiento.

Gráfico 25 Crecimiento del PIB real y contribuciones

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



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

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

Recuadro 4

ESTIMACIONES DEL PRODUCTO POTENCIAL DE LA ZONA DEL EURO

Las medidas del crecimiento del producto potencial reflejan la tasa de crecimiento que puede alcanzarse utilizando los factores de producción disponibles, sin crear presiones inflacionistas. La brecha de producción, que se define como la desviación, en porcentaje, del nivel real con respecto al nivel potencial del producto, mide el grado de utilización de los factores de producción en la economía, y puede considerarse un indicador de la situación del

ciclo económico y de las presiones inflacionistas. Las medidas del producto potencial también se emplean para calcular indicadores adicionales, tales como los saldos presupuestarios públicos ajustados de ciclicidad, con el fin de evaluar la orientación de la política fiscal.

Incertidumbre en la medición del producto potencial

Existen distintos métodos para estimar el producto potencial¹. Muchos de ellos se basan en el concepto de función de producción agregada, que permite que el crecimiento del producto potencial se descomponga en contribuciones de los factores de producción agregados -trabajo y capital- y del residuo de la productividad total de los factores.

Las medidas del crecimiento del producto potencial fluctúan considerablemente de un año a otro, reflejando, por ejemplo, las variaciones de la tasa de acumulación del capital a lo largo del tiempo. Los datos anuales de crecimiento del producto potencial deberían, por lo tanto, distinguirse de la tasa tendencial a largo plazo del crecimiento del producto potencial, que, para la zona del euro, se ha estimado tradicionalmente en torno a un 2%-2.5%².

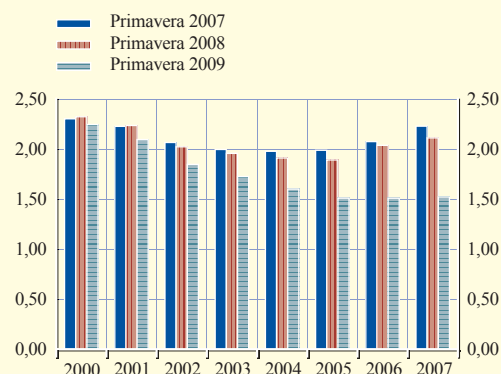
Dado que las medidas del producto potencial no son observables, sólo pueden estimarse con incertidumbre³. Por consiguiente, las medidas del producto potencial y de su crecimiento pueden revisarse sustancialmente con posterioridad, como se muestra en el gráfico A, en el que figuran las tasas de crecimiento interanual del producto potencial de la zona del euro en el periodo 2000-2007, según estimaciones de la Comisión Europea en las previsiones de primavera del 2007, 2008 y 2009. En las previsiones del 2007, las estimaciones del crecimiento del producto potencial se situaban todavía en el intervalo tendencial del 2%-2,5%. Sin embargo, en la previsión más reciente, correspondiente a la primavera del 2009, las medidas del crecimiento del producto potencial se han revisado significativamente a la baja, incluso para años ya pasados⁴. Así pues, aunque en previsiones anteriores se había estimado que la tasa media de crecimiento del producto potencial durante el período 2000-2007 sería del 2,1%, esta cifra cayó hasta el 1,7% en la previsión realizada en la primavera del 2009.

Estimaciones actuales del crecimiento del producto potencial y de la brecha de producción

En el cuadro se presentan las estimaciones más recientes del crecimiento del producto potencial realizadas por instituciones internacionales. En la coyuntura actual, se estima que las tasas interanua-

Gráfico A Medidas de las tasas de crecimiento del producto potencial de la zona del euro

(tasa de variación interanual)



Fuente: Comisión Europea.

- 1 Para una panorámica de las distintas maneras de estimar el producto potencial, véase el artículo titulado «Crecimiento del producto potencial y brechas de producción: Concepto, utilización y estimación», en el Boletín Mensual del BCE de octubre del 2000.
- 2 Véase Banco Central Europeo (2004): «La política monetaria del BCE», Frankfurt am Main. Véase también el recuadro 5 del Boletín Mensual del BCE de julio del 2005, titulado «Tendencias en el crecimiento del producto potencial de la zona del euro».
- 3 Para una discusión más detallada sobre la incertidumbre en las medidas del producto potencial y de la brecha de producción, véase el recuadro 5 del Boletín Mensual del BCE de febrero del 2005, titulado «La fiabilidad o no fiabilidad de las estimaciones sincrónicas de la brecha de producción».
- 4 El empleo del modelo de función de producción para el cálculo del producto potencial proporciona, esencialmente, una tendencia suavizada del PIB real durante un período de tiempo prolongado, que incluye años pasados. La revisión a la baja de las perspectivas del PIB real para el período 2009-2010 con respecto a previsiones anteriores es de tal magnitud que no sólo arrastra significativamente a la baja las tasas de crecimiento del producto potencial actuales y futuras, sino también el crecimiento histórico. Véase Comisión Europea (2009), «Economic Forecast Spring 2009», European Economy 3/2009 Bruselas, p. 31.

Medidas del producto potencial y de la brecha de producción de la zona del euro

(tasas de variación interanual)

Crecimiento del producto potencial	2007	2008	2009	2010
Comisión Europea	1,6	1,3	0,7	0,7
OCDE	1,7	1,9	1,1	0,6
FMI	1,9	1,5	0,8	0,7
Brecha de producción				
Comisión Europea	2,5	2,0	-2,8	-3,6
OCDE	1,8	0,4	-5,5	-6,0
FMI	1,4	0,7	-4,3	-5,4

Fuentes: Comisión Europea, OCDE y FMI.

Nota: La brecha de producción se define como la desviación, en porcentaje, del nivel real con respecto al nivel potencial del producto. Las diferencias existentes entre las instituciones en lo que se refiere a las medidas de la brecha de producción se derivan, entre otras cosas, de diferencias en los niveles estimados del producto potencial.

les de crecimiento del producto potencial son incluso más bajas que en los últimos años y se prevé que caigan por debajo del 1% en el periodo 2009-2010. Esa estimación está en línea con los supuestos de que la debilidad de la inversión dará lugar a que la contribución del *stock* de capital al crecimiento del producto potencial sea más reducida. Además, se estima que el factor trabajo contribuirá menos al crecimiento del producto potencial durante el periodo 2009-2010, entre otras cosas por el aumento del desempleo estructural y por el descenso de las tasas de actividad.

Posibles efectos de la recesión económica sobre el producto potencial

Las estimaciones que figuran en el cuadro se basan en los modelos de función de producción que se utilizan en varias instituciones. Habitualmente, estos modelos no incorporan rupturas estructurales, sino que se estiman sin que se modifiquen las especificaciones durante el horizonte de la previsión. No obstante, hay varios motivos por los que la recesión actual podría asociarse con perturbaciones estructurales, que podrían causar una caída persistente del nivel del producto potencial o incluso dar lugar a tasas de crecimiento del producto potencial persistentemente más reducidas.

Una caída del nivel del producto potencial podría producirse, por ejemplo, como consecuencia de un ajuste brusco del exceso de capacidad acumulado durante el período que precedió a la actual crisis financiera. En este sentido, el *stock* de capital podría verse afectado por el deshecho (*scrapping*) o por una mayor depreciación de inversiones anteriores. En la recesión actual, este argumento podría ser relevante, por ejemplo, en el sector de la construcción, del automóvil y en el financiero. Además, el enorme aumento del desempleo y la reducción de plantillas en algunos sectores podrían generar una pérdida de capacidad profesional y de experiencia, que incrementaría el nivel de paro estructural, al no permitir que se produzca el proceso de emparejamiento en el mercado de trabajo.

Una modificación del nivel del producto potencial también puede ir acompañado de un cambio en la tasa de crecimiento futura del producto potencial. De la recesión actual podría derivarse una moderación a largo plazo de la tasa de crecimiento del producto potencial. Por ejemplo, las rigideces, tanto reales como nominales, presentes en los mercados de trabajo podrían dificultar la reasignación de los recursos laborales y limitar el ajuste de los salarios, dando lugar a una reducción de la demanda de trabajo y a un patrón persistente de menor crecimiento del empleo. Si bien una recesión moderada no afectaría al ritmo de crecimiento de la población activa a largo plazo ni a la tasa de crecimiento del producto potencial, una recesión prolongada y profunda podría hacer disminuir el crecimiento potencial de la población activa al desincentivar a determinados grupos de participar en

el mercado de trabajo y reducir los flujos de inmigración. En lo que respecta a la acumulación de capital, un aumento duradero de las primas de riesgo de crédito⁵ y unas condiciones más restrictivas de la concesión de préstamos o un funcionamiento menos eficiente del sistema financiero desacelerarían la inversión y moderarían el crecimiento del producto potencial. Una recesión prolongada podría afectar, también, a los factores que impulsan la productividad total de los factores, tales como la inversión en investigación y desarrollo. Por otra parte, el ajuste de los sectores al nuevo perfil de la demanda podría provocar una moderación duradera de la tasa de crecimiento del producto potencial, hasta tal punto que sectores cuya contribución previa al crecimiento de la productividad había sido significativa —por ejemplo el sector manufacturero— han reducido sus plantillas. No obstante, ocurriría lo contrario si fueran sectores con un crecimiento de la productividad bajo, tales como la construcción, los que redujeran plantillas.

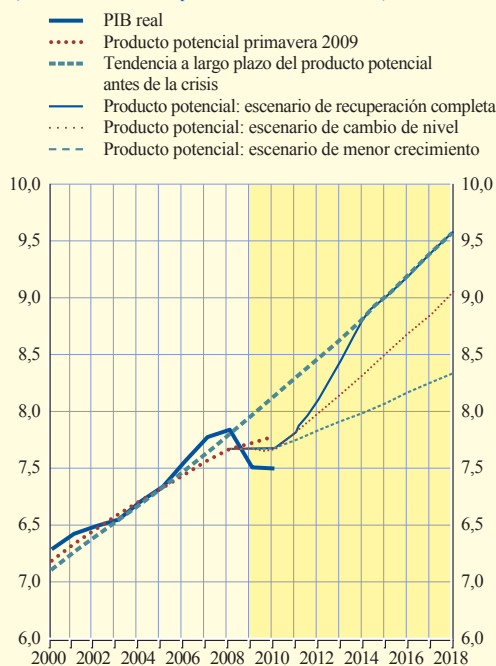
Por último, el impacto de la tasa tendencial a largo plazo del crecimiento del producto potencial dependerá, en gran medida, de factores relacionados con la política económica. Por ejemplo, si la crisis provocara un aumento a largo plazo del tamaño del sector público, tarde o temprano habría que subir los impuestos, y la mayor carga fiscal frenaría el crecimiento del producto potencial. Además, existe el riesgo de que la intensificación de las medidas proteccionistas propicie una asignación de capital a nivel internacional menos eficiente. Por el contrario, si la crisis generara más reformas estructurales, haciendo más flexibles los mercados de trabajo y de productos de la zona del euro y abriéndolos a la competencia, podría producirse el efecto contrario de fortalecer el crecimiento de la productividad en el largo plazo. Por consiguiente, es evidente que el impacto sobre la productividad a largo plazo dependerá en gran medida de la respuesta que se le dé a la crisis actual en términos de política económica.

Posibles escenarios para el producto potencial

Las implicaciones de estos escenarios tan diferentes quedan ilustradas en el gráfico B, en el que figura el PIB real y la medida, de la Comisión Europea, del producto potencial de la zona del euro entre los años 2000 y 2010, y que incluye las previsiones de primavera de la Comisión sobre el PIB real y el producto potencial para el periodo 2009-2010. Además, el gráfico muestra cuatro sendas hipotéticas del producto potencial. La senda denominada tendencia a largo plazo anterior a la crisis supone que el nivel del producto potencial no se ve

Gráfico B Producto potencial de la zona del euro

(en billones de euros a precios de mercado de 1995)



Fuentes: Comisión Europea y cálculos del BCE.
Nota: El área sombreada indica el período que abarcan las previsiones

5 El efecto de una prima de riesgo de crédito más elevada sobre el producto potencial se ha comentado de forma más detallada en el recuadro 7 del Boletín Mensual del BCE de diciembre del 2008, titulado «Evolución del producto potencial a la vista de los cambios acaecidos en los precios del petróleo y en las primas de riesgo de crédito»

afectado por la crisis y continua creciendo al 2% anual. Esta senda estaría prácticamente en línea con el crecimiento del producto potencial estimado en muchas de las proyecciones disponibles hasta principios del 2008.

Asimismo, se muestran en el gráfico tres posibles escenarios alternativos de la senda del producto potencial para los años posteriores al 2008⁶. Todos ellos suponen que la caída del crecimiento del producto potencial en el periodo 2009-2010 es más pronunciada que la proyectada actualmente, en consonancia con los argumentos expuestos antes sobre el mayor impacto negativo de la crisis sobre el producto potencial.

Después del 2010, los tres escenarios alternativos difieren: en primer lugar, el «escenario de recuperación completa» supone que el descenso del producto potencial es sólo a corto plazo y que una aceleración posterior a la crisis del crecimiento potencial realinearía rápidamente el nivel del producto potencial con su senda de largo plazo anterior a la crisis. Esto requeriría, naturalmente, que el producto potencial creciera durante algunos años a tasas significativamente superiores a su tasa tendencial a largo plazo. En segundo lugar, en el «escenario de cambio de nivel», el producto potencial crecería después de que termine la recesión a su tasa a largo plazo del 2%, pero no recuperaría su senda de largo plazo. Ha habido momentos en la historia en los que este tipo de escenario se han materializado, como, por ejemplo, en el periodo posterior a la crisis bancaria registrada en Finlandia a principios de los años noventa. Cabe observar que, en estos casos, para recuperar la tasa de crecimiento potencial anterior a la crisis, fue necesario adoptar medidas de ajuste estructural muy rigurosas, encaminadas a aumentar la flexibilidad y la competitividad de la economía⁷. Por último, el «escenario de menor crecimiento» supone no sólo un cambio descendente en el nivel, sino también una persistente desaceleración de la tasa de crecimiento del producto potencial. Un ejemplo de un escenario de este tipo sería el caso de Japón en los años noventa, donde se estimó que, tras la crisis registrada a mediados de la década de los noventa, el producto potencial creció a tasas significativamente más bajas que antes⁸. Como se deduce de los argumentos presentados, actualmente no está claro cuál será el escenario de la zona del euro en los próximos años.

Implicaciones para la política económica

El alto grado de incertidumbre sobre el crecimiento potencial que existe en la coyuntura actual también implica un nivel de incertidumbre excepcionalmente elevado con respecto a las medidas de la brecha de producción. Como se muestra en el cuadro, las instituciones internacionales estiman actualmente que la brecha de producción se situará entre el -3% y el -6% en el periodo 2009-2010. Sin embargo, en la medida en que el producto potencial de la zona del euro podría sufrir una caída de nivel o un menor crecimiento en el futuro, las brechas de producción podrían ser menos negativas que en las estimaciones actuales.

La incertidumbre sobre las medidas del producto potencial y de las brechas de producción tiene consecuencias significativas en la política económica. En lo que respecta a la política monetaria, una caída significativa del nivel del producto potencial daría lugar a estimaciones de la brecha de producción mucho menos

6 La Comisión Europea ha propuesto escenarios similares, véanse Comisión Europea (2009), «Quarterly report on the euro area», vol. 8 n.º 2/2009, p.28, Bruselas, y Comisión Europea (2009) «Impact of the current financial and economic crisis on potential output», European Economy Occasional Papers 49, junio del 2009, Bruselas.

7 Véanse Haugh, D., P. Ollivaud y D. Turner (2009), «The Macroeconomic Consequences of Banking Crises in OECD Countries», OECD Economic Department Working Paper n.º 683, OCDE, y Comisión Europea (2009) «Impact of the current financial and economic crisis on potential output», European Economy Occasional Papers 49, junio del 2009, Bruselas.

8 Véanse las referencias de la nota 6.

negativas, lo que puede entenderse como una indicación de presiones a la baja sobre los precios menos pronunciadas. En cuanto a la política fiscal, un escenario de este tipo significaría que habría que considerar que gran parte del déficit fiscal actual es estructural. Ello exigiría un saneamiento aún más contundente de las finanzas públicas, con el fin de retomar a una situación presupuestaria sólida.

En resumen, a la vista de las importantes fluctuaciones a la baja del crecimiento del producto potencial que se observan en la actualidad, pero teniendo presente también el efecto descendente que la evolución demográfica de la zona del euro tendrá sobre el producto potencial en el futuro⁹, los esfuerzos por introducir reformas económicas estructurales son más necesarios que nunca en la zona del euro, para respaldar un aumento duradero de la producción y del empleo. Tales esfuerzos deberían ir encaminados a reforzar la capacidad de ajuste y la flexibilidad de los mercados de trabajo y de productos. Ello puede lograrse facilitando la fijación de salarios y la movilidad laboral entre sectores y regiones. El fomento de la competencia y el fortalecimiento de los incentivos a la inversión aceleraría el proceso de reestructuración y estimularía la productividad.

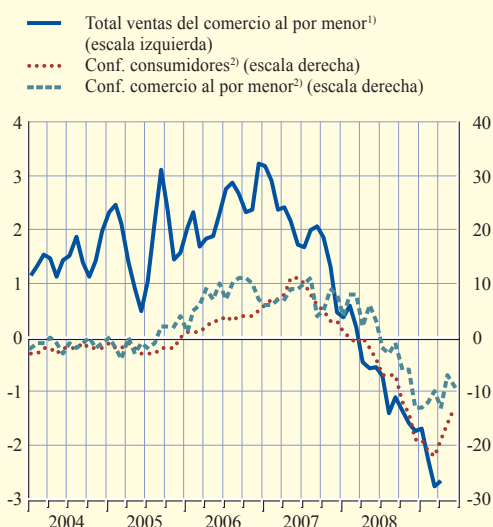
9 Véase el recuadro 7 del Boletín Mensual del BCE de junio del 2009, titulado «Informe 2009 sobre el envejecimiento demográfico: Proyecciones actualizadas sobre el gasto público relacionado con el envejecimiento de la población».

El consumo privado se redujo un 0,5%, en tasa intertrimestral, en el primer trimestre del 2009. Los indicadores más recientes sugieren que el gasto en consumo mantendrá su debilidad en el segundo trimestre del 2009. Sin embargo, las cifras relativas al comercio al por menor (responsable de, aproximadamente, el 45% del gasto en consumo) mostraron una ligera mejora en abril, mes en que las ventas del comercio al por menor se incrementaron un 0,2%, en comparación con el mes anterior. Teniendo en cuenta la volatilidad de esta serie, el incremento de abril constituyó la primera tasa positiva de crecimiento intermensual registrada desde septiembre del 2008. El crecimiento de las ventas del comercio al por menor observado en abril fue generalizado en todos los países de la zona del euro. A pesar de que la confianza de los consumidores se elevó ligeramente en mayo, el mantenimiento de su bajo nivel es compatible con la debilidad del gasto en consumo durante el segundo trimestre del 2009 (véase gráfico 26).

Si se considera un plazo más largo, se prevé que el consumo mantendrá su atonía en el segundo semestre del 2009, debido al nuevo deterioro esperado en los mercados de trabajo. La reciente y ligera mejora registrada en las ventas del comercio al por menor y en la confianza de los consumidores sugiere, sin embargo, cierto grado de estabilización del gasto en consumo. Las sustanciales caídas observadas en el precio de las materias primas desde el año pasado han respaldado la renta real disponible y el gasto de los hogares. Es probable que el gasto en consumo también se haya visto favorecido por la aplicación de las medidas

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

(datos mensuales)



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

de estímulo fiscal adoptadas en algunos países de la zona del euro. El grado en que el gasto de los hogares se verá estimulado por estas medidas se encuentra, sin embargo, rodeado de una gran incertidumbre. De hecho, la ratio de ahorro de la zona del euro ha aumentado en los últimos trimestres.

En consonancia con el patrón observado durante periodos anteriores de recesión económica, la formación bruta de capital fijo ha sido el principal factor impulsor de la actual recesión. En el primer trimestre del 2009, la formación bruta de capital fijo se redujo un 4,2%, en tasa intertrimestral. En el recuadro 5 se presenta una descripción más detallada del actual descenso de la inversión.

Es probable que la inversión siga contribuyendo negativamente al crecimiento económico durante el 2009. El mantenimiento de unas perspectivas moderadas para el crecimiento de la formación de capital fijo refleja las expectativas de que la evolución tanto de la inversión, excluida la construcción (principalmente activos pensados para su utilización en la producción de bienes y servicios), como de la inversión en construcción, seguirá siendo moderada. La corrección que se prevé en la actividad interna y externa, el descenso de la rentabilidad en las empresas y las restricciones a la obtención de financiación son factores que probablemente afecten a la inversión, excluida la construcción. Se espera, asimismo, que los mismos factores frenen la inversión en construcción. La corrección observada en el precio de los inmuebles residenciales y comerciales de la zona del euro también sugiere que, en el futuro, la inversión en construcción será moderada.

Las perspectivas para la inversión se encuentran rodeadas de una gran incertidumbre. El nivel de incertidumbre mayor de lo habitual obedece, principalmente, a dificultades a la hora de evaluar los efectos del empeoramiento de las condiciones de financiación y la atonía de la demanda final esperada en los próximos trimestres.

Recuadro 5

INVERSIÓN DE LA ZONA DEL EURO DURANTE LA RECESIÓN ACTUAL

La inversión ha contribuido significativamente a la grave recesión experimentada por la actividad económica de la zona del euro desde principios del 2008. Con el fin de arrojar algo más de luz sobre las perspectivas de la inversión y sobre los riesgos que planean sobre ella, en este recuadro se analizan los factores que han influido en la inversión de la zona del euro desde comienzos de los años noventa. El recuadro también se centra en dos periodos anteriores a la recesión: el comienzo de los años noventa y el principio de la década actual.

Tras las dificultades que tuvieron que afrontar las principales instituciones financieras y, finalmente, la quiebra de Lehman Brothers, los efectos negativos de las turbulencias financieras sobre la confianza se incrementaron en el otoño del 2008. Las empresas rebajaron sus expectativas de demanda futura y redujeron considerablemente las existencias, mientras que el comercio mundial se contrajo fuertemente. La inversión disminuyó con más rapidez, cayendo a una tasa superior al 4%, en términos intertrimestrales, tanto en el último trimestre del 2008 como el primer trimestre del 2009.

Dado que la reducción de la inversión fue mayor que el descenso observado en la actividad general, la participación de la inversión en el PIB disminuyó —una característica normal en este punto del ciclo—, pasando del 22,3% en el primer trimestre del 2008 al 21% en el primer trimestre del 2009 (véase gráfico A). En lo que se refiere a los componentes, la desaceleración fue genera-

lizada en los principales componentes (construcción, material de transporte y productos metálicos y maquinaria) para los que se dispone de datos a escala de la zona del euro (véase gráfico B).

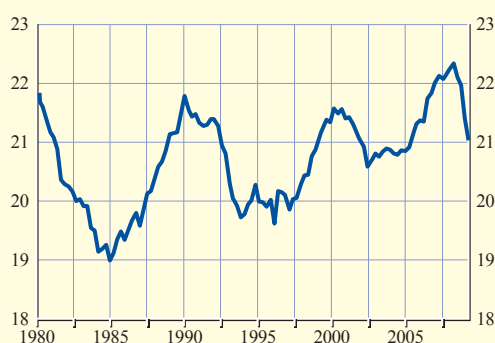
Desde una perspectiva de más largo plazo, el retroceso que se observa actualmente en la inversión no parece haber tenido precedentes desde al menos el comienzo de los años noventa¹. Además de en el momento actual, se pueden identificar otros dos periodos en los que se observaron reducciones significativas en la inversión. En el primer periodo, que duró desde el comienzo de 1992 hasta el final de 1993, la inversión se contrajo un 10% desde el máximo hasta el mínimo cíclico. En el segundo, comprendido entre el comienzo del 2001 y el principio del 2002, se redujo en 3% desde el máximo hasta el mínimo cíclico. Estos periodos se caracterizaron por un acusado debilitamiento de la actividad general de la zona del euro, aunque con una magnitud diferente.

Como cada uno de estos periodos poseía unas características únicas, la conclusión que puede extraerse de esta comparación histórica es bastante limitada. Con el fin de entender mejor estos hechos, se estima un modelo macroeconómico sencillo del crecimiento de la inversión. En dicho modelo, se puede suponer que, en el largo plazo, la participación de la inversión en el PIB es constante, pero que, en el corto y medio plazo, se ve influida por la demanda general (sin inversión), por variaciones en el coste real de la financiación y por la «brecha de financiación»². El coste real de la financiación se puede aproximar ponderando el coste de las distintas fuentes de financiación (capital, deuda y préstamos de las IFM) sobre la base de sus saldos vivos, corregidos por los efectos de valoración y deflactados por

- 1 Hay que tener cierta cautela a la hora de analizar las series de la zona del euro para periodos relativamente largos, pues han sufrido diversos cambios, en términos de composición, y también de elaboración, incluida la introducción del método de índices encadenados en las cuentas nacionales de la zona del euro.
- 2 Para más detalles sobre la ecuación que subyace al presente análisis, véase el recuadro 1 del artículo titulado «La inversión empresarial en la zona del euro y el papel de la situación financiera de las empresas», en el Boletín Mensual de abril de 2008. La ecuación se ha actualizado para incorporar la última información. Se ha estimado utilizando datos para el período comprendido entre 1991 y 2008.

Gráfico A Participación de la inversión en el PIB en el largo plazo

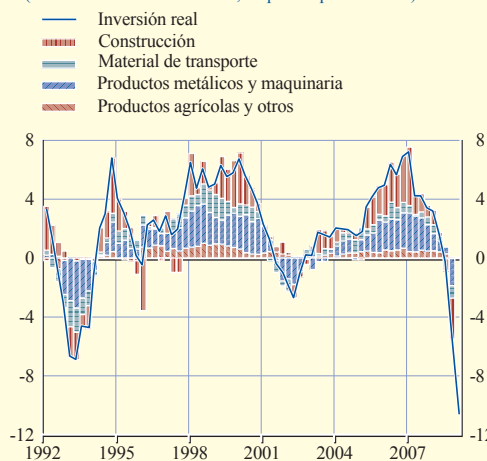
(en porcentaje)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Gráfico B Crecimiento interanual de la inversión real de la zona del euro y contribución de los componentes

(tasas de variación interanual; en puntos porcentuales)



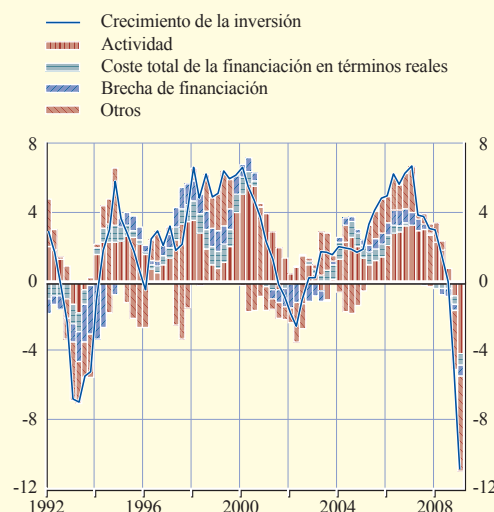
Fuentes: Cálculos del BCE basados en Eurostat.
Nota: Las últimas observaciones se refieren al primer trimestre del 2009 para el total y al cuarto trimestre del 2008 para los componentes.

las expectativas de inflación³. La brecha de financiación puede medirse como la diferencia entre el gasto de inversión y lo que se financia con fondos generados internamente. Como indicación de las necesidades de financiación externa, se prevé que, en el corto plazo, una mayor brecha de financiación afecte a la inversión⁴. Este modelo permite estimar la contribución de cada factor al crecimiento total de la inversión, como se representa en el gráfico C.

Según este análisis, una parte importante de la desaceleración de la inversión queda explicada por la reducción de la demanda total, lo que no es demasiado sorprendente, dada la gravedad de la recesión actual y la tendencia de la inversión a reaccionar con vigor a los cambios a corto plazo observados en la actividad⁵. Las encuestas de la Comisión Europea sobre los límites a la producción, que muestran que la escasez de demanda es el factor principal que limita la producción, confirman este resultado. También se considera que la contribución del coste total de la financiación, en términos reales, ha sido negativa desde finales del 2007. Efectivamente, antes de su reciente descenso, hasta el último trimestre del 2008 el coste total de la financiación, en términos reales, para las sociedades no financieras había aumentado. Ello obedeció a un incremento del coste de la financiación de mercado ligado al rendimiento más elevado de los valores de renta fija privada y a un aumento de la prima demandada por los inversores por su inversión en valores de renta variable en un entorno de turbulencias financieras. La brecha de financiación ha comenzado, recientemente, a desempeñar un papel negativo, a raíz de la pronunciada reducción de los beneficios. Si se tiene en cuenta la experiencia histórica, es probable que este efecto se intensifique en los próximos trimestres. Ciertamente, en los dos episodios de recesión anteriores, los beneficios disminuyeron más que la inversión, lo que hizo aumentar la brecha de financiación pese al descenso de los gastos de capital. De cara al futuro, los datos sobre expectativas de beneficios proporcionados por los analistas de los mercados financieros sugieren que los beneficios por acción de las sociedades no financieras seguirán siendo negativos durante algún tiempo.

Gráfico C Contribución estimada al crecimiento interanual de la inversión

(tasas de variación interanual; en puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Nota: El componente denominado «Otros» combina una variable ficticia para el periodo 1992-1993, el residuo y el impacto duradero de la situación inicial. La última observación se refiere al primer trimestre del 2009.

3 Para más detalles sobre el indicador del coste de financiación, véase el recuadro 4 del Boletín Mensual de marzo de 2005. Es preciso ser cautos a la hora de utilizar este indicador, debido a las importantes salvedades relacionadas con su construcción, como, por ejemplo, el supuesto implícito de que no hay financiación a tipos de interés variable o el elevado nivel de incertidumbre existente en torno a la medida del coste de la financiación mediante acciones. Dado que este indicador sólo está disponible desde 1998, se emplean los rendimientos de la deuda pública para ampliar el indicador hasta esa fecha.

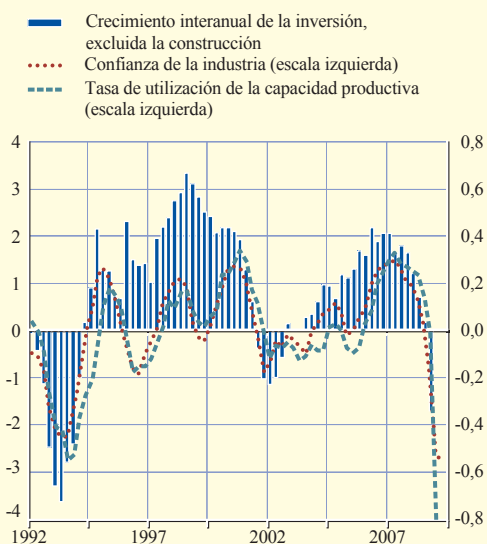
4 En la literatura se exponen varios motivos para explicar esta relación negativa. Por ejemplo, la asimetría de la información puede dar lugar a que el prestatario exija activos de garantía, o la financiación externa puede entrañar costes adicionales.

5 Al igual que en los modelos uniecuacionales de forma reducida que se estiman en la literatura económica, la elasticidad a corto plazo de la demanda se encuentra por encima de uno.

Pese a ser relativamente simple, el análisis está sujeto a numerosas salvedades relacionadas con la especificación del modelo y con la definición exacta de las variables financieras utilizadas. Por ejemplo, el modelo no recoge el papel que pueden tener sobre la inversión los cambios en la aversión al riesgo, en el grado de incertidumbre o en la situación de la oferta de crédito. Estas omisiones podrían explicar el importante componente no explicado del descenso de la inversión en el período 1992-1993, y más recientemente.

Hasta el primer trimestre del 2009, una parte importante de la desaceleración de la inversión de la zona del euro se debía a la grave recesión observada en la actividad general. De cara al futuro, los últimos indicadores sugieren que es probable que la inversión mantenga su atonía, y que posiblemente, vaya a la zaga de la recuperación económica (véase gráfico D). Esta evolución se refleja en las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema de junio del 2009, donde se prevé que la inversión se situará entre el 10,1% y el 12,3% en el 2009, muy por debajo del descenso proyectado para el PIB de la zona del euro.

Gráfico D Inversión, excluida la construcción, e indicadores relacionados



Fuentes: Comisión Europea, Eurostat y cálculos del BCE.
Nota: Los datos para el período comprendido entre el primer trimestre de 1992 y el cuarto trimestre del 2008 están estandarizados

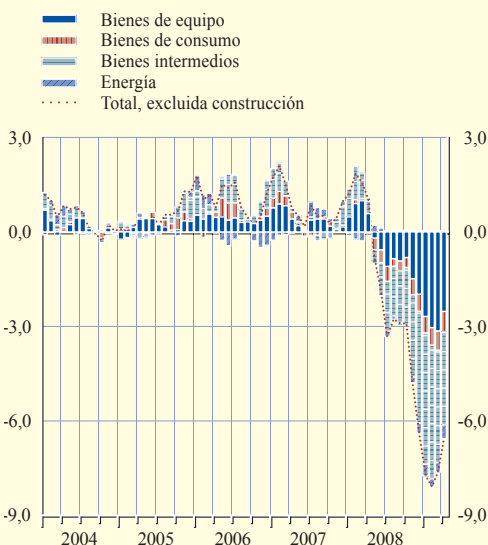
4.2 PRODUCTO, OFERTA Y MERCADO DE TRABAJO

La primera estimación del valor añadido real en el primer trimestre del 2009 mostraba una contracción tanto en la industria como en los servicios. El valor añadido de la industria (excluida la construcción) cayó un 8,8%, en tasa intertrimestral, mientras que el valor añadido de la construcción se redujo un 0,5%. El descenso en el valor añadido de los servicios ascendió a un 1,1%, en tasa intertrimestral.

Los indicadores mensuales sugieren que la actividad mantuvo su debilidad durante el segundo trimestre del 2009. En abril, la producción industrial de la zona del euro cayó un 1,5%, en tasa intermensual, y la contracción fue generalizada en las principales ramas de actividad. Si se analizan las tasas de crecimiento en términos de medias móviles de tres meses, que son menos volátiles, se observa cierta moderación en el ritmo de descenso (véase gráfico 27). Las encuestas de opinión apuntan a una nueva moderación en el ritmo de descenso en lo que queda de trimestre (véase gráfico 28). Por ejemplo, el índice de directores de compras continuó mejorando en junio (aunque aún se situaba por debajo de 50, lo que indica que la economía sigue contrayéndose). Del mismo modo, la encuesta de confianza de la Comisión Europea aumentó levemente en junio con respecto al mínimo histórico registrado en marzo. En general, las encuestas de producción industrial y de opinión sugieren que el ritmo de contracción mensual de la actividad tocó fondo en la última parte del primer trimestre.

Gráfico 27 Crecimiento de la producción industrial y contribuciones

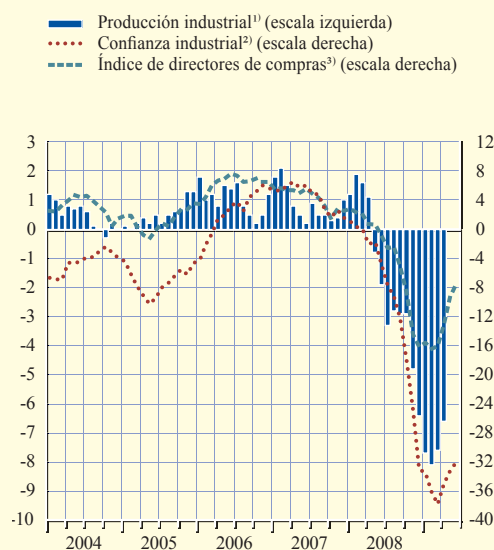
(tasa de crecimiento y contribuciones en puntos porcentuales; datos mensuales desestacionalizados)



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

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

(datos mensuales desestacionalizados)



Fuentes: Eurostat, encuestas de opinión de la Comisión Europea, Markit y cálculos del BCE.
Notas: Todas las series se refieren a las manufacturas. Los datos se refieren a la zona del euro, incluida Eslovaquia.
1) Tasas de variación intertrimestral.
2) Saldos netos; variaciones en comparación con tres meses antes.
3) Índice de directores de compras; desviaciones con respecto al valor 50.

MERCADO DE TRABAJO

Las condiciones de los mercados de trabajo de la zona del euro han seguido deteriorándose en los últimos meses. Según la primera estimación de Eurostat, el empleo se redujo un 0,8%, en tasa intertrimestral, en el primer trimestre del 2009, descendiendo por tercer trimestre consecutivo (véase cuadro 6). La caída del empleo en el primer trimestre reflejó una disminución más acusada del empleo en la industria, y un crecimiento negativo en los servicios.

De cara al futuro, las últimas encuestas de opinión apuntan a una nueva reducción del empleo en el segundo trimestre del 2009 (véase gráfico 29). En junio, el índice de directores de compras sobre expectativas de creación de empleo se mantuvo en niveles muy reducidos tanto en la industria como en los servicios. Las últimas encuestas sobre las expectativas de creación de empleo de la Comisión Europea muestran unas perspectivas para el empleo igualmente sombrías.

Como consecuencia de la notable caída de la actividad, la productividad del trabajo (en términos de producción por empleado) disminuyó un 1,7%, en tasa intertrimestral, en el primer trimestre del 2009 (véase gráfico 30). El acusado descenso de la productividad del trabajo durante el primer trimestre reflejó una caída pronunciada en la industria (salvo en la construcción, donde la productividad del trabajo aumentó, tras una importante contracción en el empleo) y en los servicios. Merece la pena destacar que esta evolución de la productividad del trabajo se debió, en parte, a una fuerte reducción de las horas trabajadas por empleado. Varios países de la zona del euro han adoptado programas de empleo a corto plazo y otras medidas para mitigar los efectos de la contracción eco-

Cuadro 6 Crecimiento del empleo

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

	Tasas interanuales		Tasas intertrimestrales				
	2007	2008	2008 I	2008 II	2008 III	2008 IV	2009 I
Total de la economía	1,8	0,8	0,4	0,1	-0,2	-0,4	-0,8
Del cual:							
Agricultura y pesca	-1,4	-1,5	0,7	-1,4	-0,6	0,2	-0,6
Industria	1,4	-0,9	0,1	-0,5	-0,7	-1,4	-1,6
Excluida la construcción	0,3	-0,2	0,3	-0,2	-0,4	-1,0	-1,4
Construcción	4,0	-2,4	-0,4	-1,2	-1,5	-2,3	-2,2
Servicios	2,1	1,5	0,5	0,3	0,1	0,0	-0,6
Comercio y transporte	1,9	1,3	0,7	0,1	0,0	-0,4	-1,0
Finanzas y empresas	4,0	2,5	1,1	0,2	0,1	-0,6	-1,0
Administración pública ¹⁾	1,3	1,2	0,0	0,6	0,1	0,5	0,0

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

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

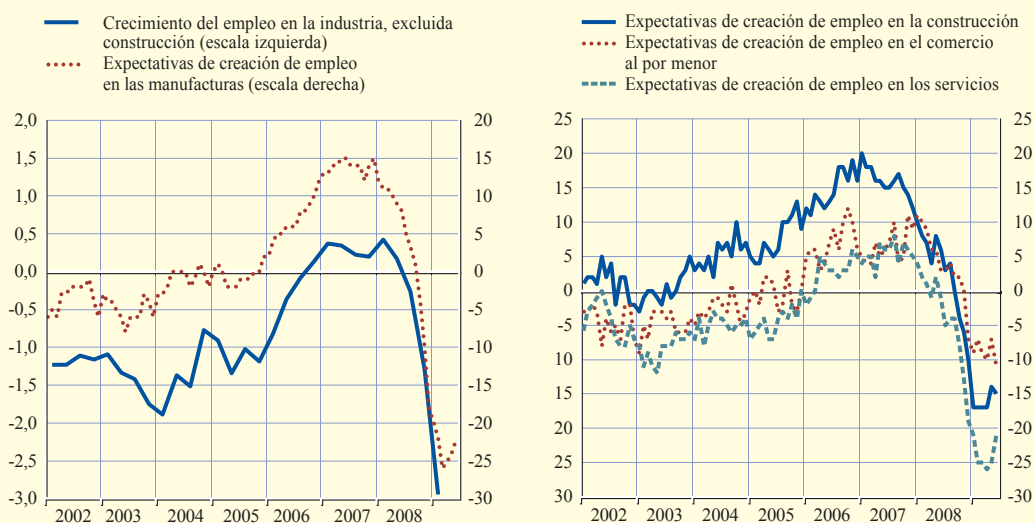
1) Incluye también educación, salud y otros servicios.

nómica (véase el recuadro titulado «Ajustes de los mercados de trabajo durante la actual contracción de la actividad económica», en el Boletín mensual de junio del 2009). Sin embargo, la productividad también cayó en términos de horas trabajadas, en línea con el ajuste lento que es habitual en el mercado de trabajo. De cara al futuro, se espera que la productividad se recupere en la última parte del 2009, como consecuencia de nuevas contracciones en el empleo y de una disminución menos acusada de la actividad.

La tasa de paro de la zona del euro aumentó hasta el 9,2% en abril (véase gráfico 31). Este incremento fue generalizado en todos los países de la zona del euro. Los reducidos niveles de confianza eco-

Gráfico 29 Crecimiento del empleo y expectativas de creación de empleo

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

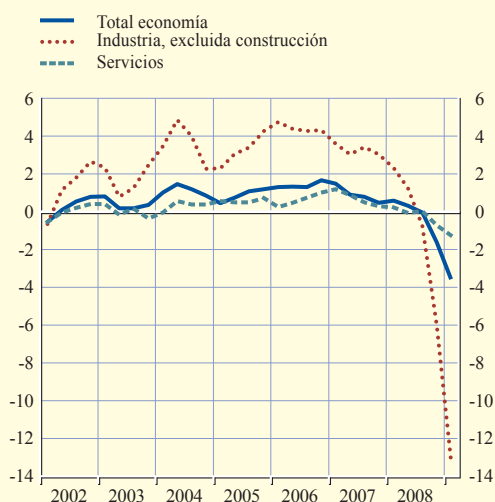


Fuentes: Eurostat y encuestas de opinión de la Comisión Europea.

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

Gráfico 30 Productividad del trabajo

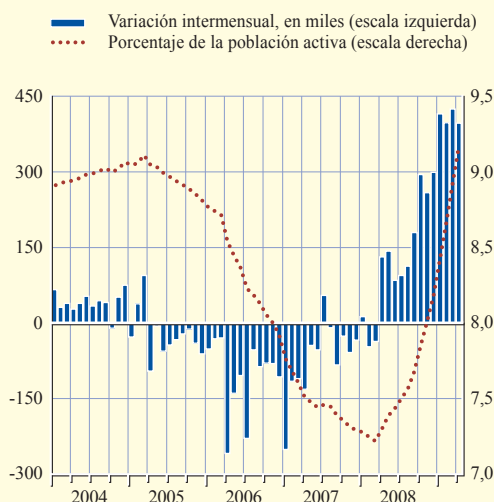
(tasas de variación interanual)



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

Gráfico 31 Desempleo

(datos mensuales desestacionalizados)



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

nómica junto con unas elevadas expectativas de desempleo sugieren que se producirán nuevos aumentos de la tasa de paro en la zona del euro durante los próximos meses.

4.3 PERSPECTIVAS DE LA ACTIVIDAD ECONÓMICA

Los datos y la información procedente de encuestas que se han publicado recientemente han confirmado básicamente las expectativas anteriores. Se prevé que la actividad económica continúe siendo moderada en lo que resta de año, aunque su descenso debería ser menos intenso que en el primer trimestre del 2009. Si se considera el año próximo, se espera que a mediados del 2010, y tras una fase de estabilización, se produzca una recuperación gradual, con tasas de crecimiento intertrimestrales positivas. Las importantes medidas de estímulo económico adoptadas en las principales áreas económicas deberían respaldar el crecimiento mundial, incluida la zona del euro.

Los riesgos para estas 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. De otra parte, sigue existiendo preocupación de que la espiral de reacciones adversas entre la economía real y las turbulencias de los mercados financieros pudiera tener mayor intensidad y duración de lo esperado y de que se produzcan nuevos aumentos de los precios del petróleo y de otras materias primas, una intensificación de las presiones proteccionistas, una evolución de los mercados de trabajo más desfavorable y, por último, una evolución adversa de la economía mundial como consecuencia de una corrección desordenada de los desequilibrios mundiales.

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

5.1 TIPOS DE CAMBIO

El euro ha experimentado –en medio de ciertas oscilaciones– una moderada depreciación en términos efectivos nominales desde finales de marzo del 2009; frente a la libra esterlina se depreció de forma acusada, al tiempo que se apreció frente al dólar estadounidense y el yen japonés.

TIPO DE CAMBIO EFECTIVO DEL EURO

El 1 de julio de 2009, el tipo de cambio efectivo nominal del euro –medido frente a las monedas de 21 socios comerciales importantes de la zona del euro– se situaba un 0,4% por debajo del nivel observado a finales de marzo del 2009 y alrededor de un 1% por encima de la media del 2008 (véase gráfico 32). La depreciación de la moneda única desde finales de marzo del 2009 refleja, principalmente, un debilitamiento frente a la libra esterlina, que no se contrarrestó por completo con una apreciación frente al dólar estadounidenses y el yen japonés.

Tras haber mantenido una trayectoria alcista desde mediados de abril, el tipo de cambio efectivo nominal se depreció en junio, al debilitarse el respaldo que recibió el euro como consecuencia del aumento de la tolerancia al riesgo, como lo indica el descenso de las volatilidades implícitas de los tipos de cambio.

DÓLAR ESTADOUNIDENSE/EURO

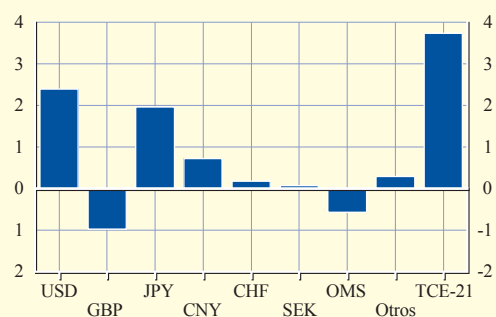
El euro se mantuvo prácticamente estable frente al dólar estadounidense en junio, a pesar de algunas fluctuaciones. La estabilidad general del euro en junio y a principios de julio siguió a una fase de acusada apreciación en mayo, posiblemente asociada a un aumento de la tolerancia al riesgo en los mercados y al resultante desplazamiento en detrimento de las monedas que, a juicio de los mercados, constituían un refugio seguro, como el dólar estadounidense. El 1 de julio, el euro cotizaba a 1,41 dólares, un 5,9% por encima de los niveles observados a finales de marzo, pero todavía un 4,2% por debajo de la media registrada en el 2008 (véase gráfico 33).

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

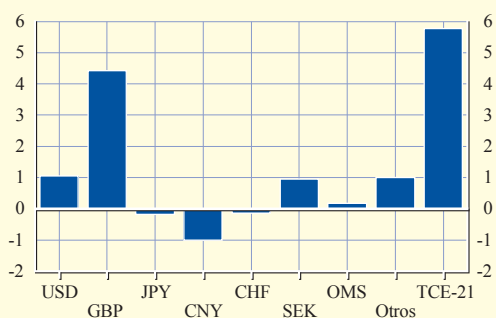
(datos diarios)



Contribuciones a las variaciones del TCE²⁾
Del 30 de enero de 2009 al 1 de julio de 2009
(en puntos porcentuales)



Contribuciones a las variaciones del TCE²⁾
Del 3 de enero de 2005 al 1 de julio de 2009
(en puntos porcentuales)



Fuente: BCE.

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

YEN JAPONÉS/EURO

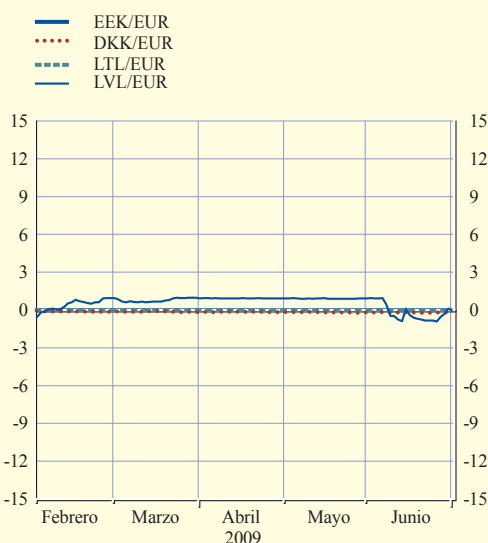
El comportamiento del euro frente al yen japonés reflejó, en gran medida, la evolución de la moneda única frente al dólar estadounidense. La estabilidad general del euro frente a la moneda japonesa en junio se produjo tras un período, entre la segunda quincena de abril y el mes de mayo, en el que el euro experimentó un considerable fortalecimiento. El 1 de julio, el euro cotizaba a 136,5 yenes japoneses, alrededor de un 4,1% por encima del nivel observado a finales de marzo del 2009 (véase gráfico 33) y un 10,4% por debajo de la media del 2008.

MONEDAS DE LOS ESTADOS MIEMBROS DE LA UE

En los tres últimos meses, la mayoría de las monedas que participan en el MTC II se han mantenido, en general, estables, cotizando frente al euro al tipo de cambio correspondiente a las respectivas paridades centrales o en torno a dichas paridades (véase gráfico 34). Tras la aprobación de un presupuesto de austeridad a mediados de junio, el lats letón ha cotizado en

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

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

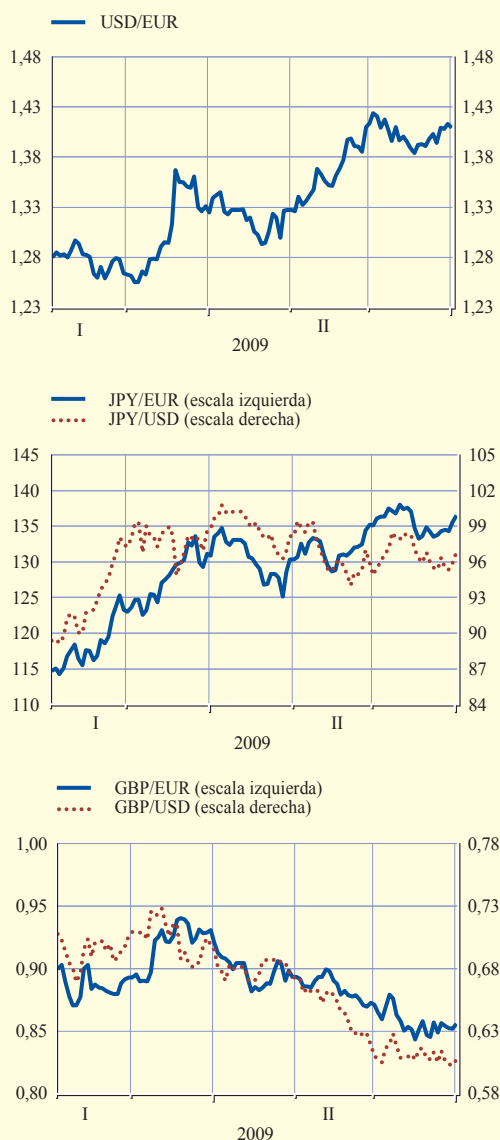


Fuente: BCE.

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

Gráfico 33 Evolución de los tipos de cambio

(datos diarios)



Fuente: BCE.

niveles próximos al límite inferior (zona fuerte) de la banda de fluctuación de $\pm 1\%$ establecida unilateralmente frente al euro.

Con respecto a las monedas de otros Estados miembros de la UE que no participan en el MTC II, en junio el euro continuó depreciándose frente a la libra esterlina en un clima de sentimiento más favorable

respecto al sector financiero del Reino Unido, al que acompañó la publicación de datos económicos mejores de lo esperado. El 1 de julio, el euro cotizaba a 0,86 libras esterlinas, un 8% por debajo del nivel observado a finales de marzo, pero un 7,4% por encima de la media observada en el 2008. En los tres últimos meses, el euro se ha depreciado frente a la corona checa (5,9%), el forint húngaro (12%) y el zloty polaco (6,4%).

OTRAS MONEDAS

Entre finales de marzo y mediados de junio del 2009, a pesar de algunas fuertes fluctuaciones, el euro se depreció ligeramente frente al franco suizo. Sin embargo, desde la tercera semana de junio, aproximadamente, el euro se ha apreciado de forma acusada. Al parecer, la apreciación del euro tuvo su origen en las intervenciones del Banco Nacional de Suiza en los mercados de divisas. El 1 de julio, el euro cotizaba en torno a 1,52 francos suizos, un 0,6% por encima del nivel de finales de marzo, pero un 4% por debajo de la media del 2008. Entre finales de marzo y el 1 de julio, el euro se depreció un 2,8% frente al dólar canadiense y se debilitó de forma pronunciada (un 0,9%) frente al dólar australiano.

5.2 BALANZA DE PAGOS

El déficit de la balanza por cuenta corriente de la zona del euro ascendió a 105,7 mm de euros (alrededor del 1,2% del PIB) en el año transcurrido hasta abril del 2009. No obstante, examinando la evolución más reciente del comercio exterior, se observa que la significativa contracción registrada desde la intensificación de la crisis financiera en septiembre del 2008, parece haberse moderado ligeramente en lo que se refiere a las exportaciones.

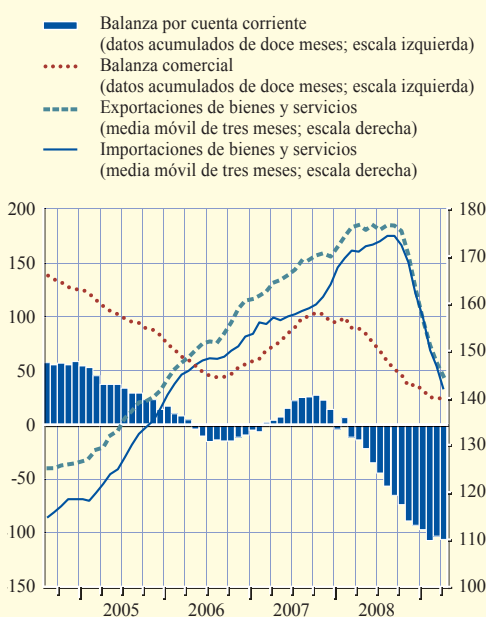
COMERCIO Y BALANZA POR CUENTA CORRIENTE

En el año transcurrido hasta abril del 2009, el déficit acumulado de la balanza por cuenta corriente ascendió a 105,7 mm de euros (en cifras desestacionalizadas y ajustadas de días laborables), que corresponden, aproximadamente, a un 1,2% del PIB, frente al déficit de 13,4 mm de euros contabilizado para el mismo período un año antes. Esta evolución estuvo determinada, en gran medida, por un cambio de signo, de superávit a déficit, de la balanza de bienes, aunque también hay que tener en cuenta el descenso del superávit de la balanza de servicios y el incremento del déficit de la balanza de rentas. El deterioro del comercio de bienes hizo que el déficit de la balanza de bienes ascendiese a 11,8 mm de euros en el año transcurrido hasta abril del 2009, frente al superávit de 37,5 mm de euros registrado un año antes (véase gráfico 35).

Considerando la evolución más reciente, la significativa contracción observada desde la intensificación de la crisis financiera en septiembre del 2008 parece haberse moderado ligeramente en lo que respecta a las exportaciones. En el período de

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

(mm de euros; datos mensuales; datos desestacionalizados)



Fuente: BCE.

tres meses transcurrido hasta abril del 2009, las exportaciones de bienes y servicios se han reducido un 7,6%, en términos nominales, en comparación con la caída del 10,7% experimentada en período de tres meses anterior. Esta moderación se debió, enteramente, a la evolución de las exportaciones de bienes, que, en los tres meses transcurridos hasta abril del 2009, experimentaron un descenso del 8,3%, casi tres puntos porcentuales menos que la caída registrada en el período de tres meses anterior. Al mismo tiempo, la evolución de las exportaciones de servicios compensó, en parte, la desaceleración de las exportaciones de bienes, debido a una contracción especialmente acusada en el mes de febrero. Por el contrario, las importaciones de bienes y servicios siguieron registrando descensos similares a los observados desde el cuarto trimestre del 2008, con una contracción del 9,6% en los tres meses transcurridos hasta abril del 2009 (véase cuadro 7).

La desagregación del comercio de bienes en volúmenes y precios, disponible para el primer trimestre del 2009, muestra que la caída de las importaciones en términos nominales se debió tanto a una contracción en términos reales como a un descenso de los precios de importación, en particular los de la energía

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

(datos desestacionalizados, salvo indicación en contrario)

			Media móvil de tres meses Período que finalizó en				Acumulado de 12 meses Período que finalizó en	
	2009 Mar	2009 Abr	2008 Jul	2008 Oct	2009 Ene	2009 Abr	2008 Abr	2009 Abr
<i>mm de euros</i>								
Cuenta corriente	-7,0	-5,9	-6,7	-8,1	-13,6	- 6,9	-13,4	-105,7
Bienes	-1,7	2,6	-0,8	0,2	-3,5	0,1	37,5	-11,8
Exportaciones	105,3	104,0	134,1	132,9	115,4	105,8	1.555,8	1.464,7
Importaciones	107,0	101,4	134,8	132,7	118,9	105,7	1.518,3	1.476,5
Servicios	2,3	2,9	3,2	2,7	3,1	2,6	52,0	35,2
Exportaciones	38,6	38,9	41,5	42,4	41,1	38,7	501,9	491,1
Importaciones	36,3	36,0	38,3	39,6	37,9	36,1	450,0	455,9
Rentas	0,5	-2,7	-1,6	-2,7	-4,5	-1,9	-9,7	-32,5
Transferencias corrientes	-8,0	-8,8	-7,5	-8,3	-8,7	-7,8	-93,3	-96,6
Cuenta financiera ¹⁾	57,8	2,8	34,2	36,8	30,2	19,1	67,5	360,8
Total inversiones directas y de cartera netas	67,0	-7,3	14,1	60,8	-10,8	34,7	-40,3	296,3
Inversiones directas netas	-18,9	-1,2	-10,7	-15,1	-30,6	-10,6	-171,0	-200,9
Inversiones de cartera netas	85,9	- 6,0	24,8	75,9	19,7	45,3	130,7	497,2
Acciones y participaciones	-1,4	-18,8	0,5	-17,1	-11,3	-5,9	86,0	-101,5
Valores distintos de acciones	87,3	12,7	24,3	93,0	31,0	51,2	44,6	598,7
Bonos y obligaciones	75,8	-19,2	18,1	19,8	15,7	34,8	117,2	265,1
Instrumentos del mercado monetario	11,5	31,9	6,2	73,2	15,3	16,4	-72,6	333,7
<i>Variaciones porcentuales sobre el período anterior</i>								
Bienes y servicios								
Exportaciones	-2,1	-0,7	-0,6	-0,2	-10,7	-7,6	8,3	-5,0
Importaciones	-1,1	-4,2	1,3	-0,5	-9,0	-9,6	7,7	-1,8
Bienes								
Exportaciones	-2,8	-1,2	-0,1	-0,9	-13,2	-8,3	7,7	-5,9
Importaciones	-1,6	-5,3	1,4	-1,6	-10,4	-11,1	7,3	-2,8
Servicios								
Exportaciones	0,4	0,9	-2,2	2,0	-3,1	-5,7	10,2	-2,2
Importaciones	0,6	-0,9	0,9	3,5	-4,3	-4,7	9,4	1,3

Fuente: BCE.

Nota: Pueden producirse discrepancias, debido al redondeo.

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

y los materiales y suministros industriales. Por el contrario, la fuerte desaceleración de las exportaciones de bienes tuvo su origen, casi exclusivamente, en un descenso en términos reales. Si bien la caída de la confianza y la demanda mundiales fueron el principal factor determinante del descenso de las exportaciones, el deterioro de la situación financiera a escala mundial desde septiembre del 2008 y el predominio de las cadenas de producción verticales, fragmentadas a nivel internacional, podrían haber contribuido de forma importante a agravar la situación.

La distribución geográfica del comercio de bienes de la zona del euro indica que, en el primer trimestre del 2009, las exportaciones a Asia y los países de la OPEP parecen haber repuntado ligeramente, mientras que las exportaciones al Reino Unido y Estados Unidos parecen haberse estabilizado en niveles bajos. No obstante, esta evolución positiva se contrarrestó con creces con la contracción de las exportaciones de la zona del euro al resto de Europa. Por categorías amplias de bienes, los descensos más significativos de las exportaciones en términos reales, en el primer trimestre del 2009, siguieron registrándose en los bienes de capital e intermedios, que se redujeron hasta niveles no observados desde el 2004. Las importaciones reales de bienes de capital e intermedios también experimentaron descensos particularmente acusados.

Por lo que respecta a los otros componentes de la balanza por cuenta corriente, el superávit de la balanza de servicios se redujo hasta 35,2 mm de euros en el año transcurrido hasta abril del 2009, desde los 52,0 mm de euros registrados un año antes. Durante el mismo período, el déficit de la balanza de rentas aumentó de 9,7 mm de euros a 32,5 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 se incrementó ligeramente.

CUENTA FINANCIERA

En los tres meses transcurridos hasta abril del 2009, el agregado de inversiones directas y de cartera de la zona del euro registró, en promedio, entradas netas mensuales por importe de 34,7 mm de euros, frente a las salidas netas de 10,8 mm de euros contabilizadas en el período de tres meses anterior (véase cuadro 7). Este cambio de signo de los flujos financieros tuvo su origen, principalmente, en la evolución de las inversiones de cartera, en las que se registró un incremento de las entradas netas de bonos y obligaciones de 15,7 mm de euros a 34,8 mm de euros. El principal factor determinante fueron las cuantiosas compras netas de bonos de la zona del euro realizadas por no residentes, que posiblemente se debieron, en parte, a una moderación de las preferencias de los inversores por activos más líquidos con plazos de vencimiento más cortos. De hecho, la inversión neta en instrumentos del mercado monetario se mantuvo, en gran medida, estable, registrándose una entrada neta de 16,4 mm de euros en el período de tres meses que concluyó en abril del 2009. Al mismo tiempo, la inversión en valores de renta variable registró salidas netas por importe de 5,9 mm de euros durante el mismo período, frente a las salidas netas de 11,3 mm de euros contabilizadas en los tres meses anteriores.

Por lo que respecta a las inversiones directas netas, tanto las inversiones directas de residentes en la zona del euro en el exterior como las inversiones directas extranjeras realizadas en la zona por no residentes repuntaron en los tres meses transcurridos hasta abril del 2009, posiblemente como consecuencia de las estrategias mundiales de consolidación de los mercados. Dado que las inversiones directas extranjeras realizadas en la zona del euro por no residentes aumentaron más que las realizadas en el exterior por residentes en la zona, las salidas netas de este tipo de inversiones se redujeron a 10,6 mm de euros durante el período considerado, desde los 30,6 mm de euros registrados en los tres meses anteriores.

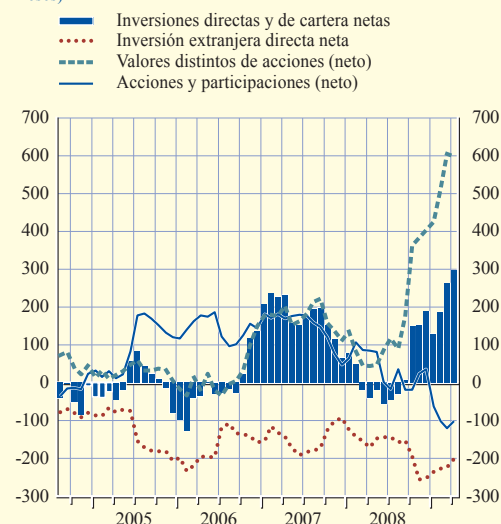
Esta evolución contrasta con un considerable incremento a más largo plazo de las entradas netas registradas en el agregado de inversiones directas y de cartera que, en el período de doce meses transcurrido hasta abril del 2009, se elevaron a 296,3 mm de euros (frente a las salidas netas de 40,3 mm de euros en el mismo período del año anterior), principalmente como resultado de un incremento de las entradas netas de inversiones de cartera (véase gráfico 36). La desagregación de las inversiones de cartera por grandes categorías de instrumentos indica que el principal factor determinante de esta evolución fueron las entradas netas registradas en el segmento del mercado monetario. Examinando las cifras con más detalle, se observa que las entradas netas de instrumentos del mercado monetario de la zona del euro se incrementaron hasta 333,5 mm de euros en los doce meses transcurridos hasta abril del 2009, frente a las salidas netas de 72,6 mm de euros contabilizadas un año antes. Es probable que esta situación tenga relación, principalmente, con el desarrollo de la dinámica de la crisis financiera. El elevado nivel de volatilidad de los mercados de capitales, el fuerte y, en general, excepcional alto grado de incertidumbre y las sombrías perspectivas de la economía mundial, habían inclinado las preferencias de los inversores no sólo a la búsqueda de calidad y seguridad, sino también de activos más líquidos con plazos de vencimiento más cortos.

Por último, la evolución de las inversiones directas durante el pasado año apunta a un aumento del sesgo nacional. Los flujos de inversiones directas se redujeron significativamente en el período de doce meses transcurridos hasta abril del 2009, tanto en el activo como en el pasivo, en comparación con el año anterior. Si bien las inversiones directas se moderaron tanto en el exterior como en la zona del euro, el descenso de la inversión neta de no residentes en la zona superó en cierta medida la contracción de la inversión de la zona del euro en el exterior, lo que se tradujo en unas salidas netas de este tipo de inversiones de 200,9 mm de euros en los doce meses transcurridos hasta abril del 2009, frente a los 171 mm de euros contabilizados en el año anterior.

En el recuadro 6, se presentan, de forma sucinta, los principales factores determinantes de la evolución de la posición de inversión internacional de la zona del euro en el 2008.

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

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



Fuente: BCE.

Recuadro 6

VARIACIONES DE LA POSICIÓN DE INVERSIÓN INTERNACIONAL DE LA ZONA DEL EURO EN EL 2008

La posición de inversión internacional (p.i.i.) mide la posición acreedora o deudora neta de un grupo de países frente al resto del mundo y es la diferencia entre el saldo de los activos y los pasivos financieros, valorados a precios de mercado, al final de un período dado. Una variación de la p.i.i. puede

tener su origen, principalmente, en dos factores: (i) flujos financieros netos (efecto «transacción»), que, en teoría, son la contrapartida de los saldos de la cuenta corriente y de la cuenta de capital¹, y (ii) revalorizaciones como resultado de variaciones de los tipos de cambio y de los precios de los activos y otros ajustes (efecto «otras variaciones»).

La posición deudora neta de la zona del euro ha venido aumentando de forma casi continua desde finales del 2000 (véase gráfico A). Según las estimaciones provisionales, la p.i.i. de la zona del euro registraba pasivos netos equivalentes al 18,6% del PIB a finales del 2008, frente al 13% observado un año antes.

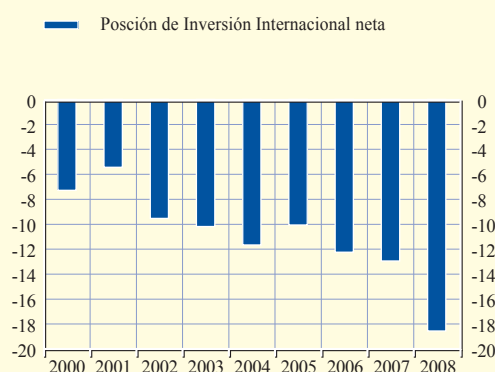
En el período comprendido entre los años 2000 y 2007, el concepto «otras variaciones» fue el principal factor determinante de la evolución de la p.i.i. de la zona del euro, pues supuso, en promedio, alrededor de un 60% de las variaciones interanuales. Este efecto fue más pronunciado en el período comprendido entre los años 2002 y 2005, en el que las variaciones interanuales de la p.i.i. neta correspondieron, casi exclusivamente, al efecto «otras variaciones», con un papel dominante de las revalorizaciones derivadas de movimientos de los tipos de cambio. Sin embargo, más de la mitad del aumento de la posición deudora neta de la zona del euro frente al exterior en el 2008 tuvo su origen en transacciones financieras, ya que las compras netas de activos financieros de la zona del euro realizadas por no residentes fueron mucho mayores que las compras netas de activos financieros extranjeros por residentes en la zona. El impacto de las «otras variaciones» en la p.i.i. también fue significativo y contribuyó al aumento de la posición deudora neta.

La desagregación de las transacciones financieras por tipo de instrumento (véase gráfico B) revela que la principal contribución a la evolución de la p.i.i. en el 2008 provino del aumento de las entradas netas de inversiones de cartera en la zona del euro (439 mm de euros, es decir, un 4,7% del PIB). Ello refleja el efecto combinado de (i) las repatriaciones de fondos del exterior realizadas por residentes en la zona del euro y (ii) la continuidad de las inversiones de no residentes en la zona del

1 En la práctica, las distorsiones se reflejan en la partida de «errores y omisiones».

Gráfico A Posición de inversión internacional neta de la zona del euro

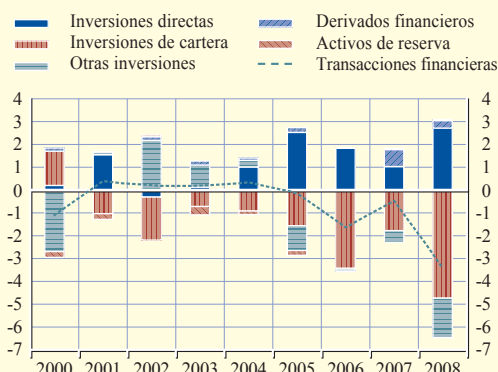
(porcentaje del PIB)



Fuente: BCE.

Gráfico B Desagregación de las transacciones financieras

(porcentaje del PIB)



Fuente: BCE.

euro. Este último factor afectó sólo a los valores distintos de acciones y a los instrumentos del mercado monetario en particular. Al mismo tiempo, se registraron importantes ventas netas de valores de renta variable de la zona del euro. El notable incremento de las compras de instrumentos del mercado monetario de la zona del euro por parte de no residentes refleja, principalmente, una tendencia mundial en las reestructuraciones de cartera hacia activos de mayor liquidez y plazos de vencimiento más cortos, asociada al aumento de la incertidumbre. También se produjeron ventas netas de valores de renta variable, tanto por parte de residentes en la zona del euro como de no residentes, lo cual es coherente con el cambio en las preferencias de los inversores a favor de los activos de menor riesgo en el contexto de una crisis financiera y de confianza. La rúbrica «otras inversiones» (que comprende, principalmente, depósitos y préstamos) también registró entradas netas positivas por importe de 160 mm de euros (1,7% del PIB), provenientes de las liquidaciones realizadas, de forma intensa, por las IFM residentes, en parte como resultado de sus actividades de desapalancamiento. Por el contrario, las inversiones directas contribuyeron positivamente a la evolución de la p.i.i. con una salida neta de 251 mm de euros (2,7% del PIB), en la medida en que las empresas de la zona del euro siguieron invirtiendo en el exterior.

Las estimaciones provisionales de la desagregación de las «otras variaciones» muestran que, habida cuenta de la composición por monedas de los activos y pasivos exteriores de la zona del euro, la apreciación del euro en términos efectivos nominales (3% para finales del año) contribuyó al incremento de la posición deudora neta en el 2008. No obstante, las revalorizaciones resultantes de las variaciones de los precios de los activos financieros compensaron, en parte, ese efecto. Ello puede explicarse, en cierta medida, por el hecho de que las pérdidas de capital experimentadas por los residentes de la zona del euro en los mercados bursátiles extranjeros, especialmente en los del Reino Unido y Estados Unidos, fueron menores que las pérdidas sufridas por los inversores extranjeros en los mercados de capitales de la zona del euro.

La magnitud del aumento de la posición deudora neta de la zona del euro en el 2008 debe interpretarse con cautela, ya que las cifras de la p.i.i. podrían revisarse una vez que se disponga de datos más completos a lo largo del año².

2 A título ilustrativo, téngase en cuenta que las entradas netas de valores en el 2008 son menos pronunciadas si se calculan utilizando la metodología de las cuentas de la zona del euro.