

EVOLUCIÓN ECONÓMICA Y MONETARIA

I ENTORNO EXTERIOR DE LA ZONA DEL EURO

Aunque la incertidumbre sigue siendo elevada, los indicadores mundiales sugieren cada vez más que la actual recesión está tocando fondo, gracias a las sólidas medidas de estímulo adoptadas a escala mundial y a la mejora de las condiciones de financiación en segmentos clave del mercado. Al mismo tiempo, la debilidad que todavía muestra la economía mundial y los negativos efectos de base derivados de los incrementos de los precios de las materias primas durante el pasado año han seguido presionando a la baja sobre las tasas de inflación general. De cara al futuro, cada vez es mayor la probabilidad de que vuelvan a registrarse tasas de crecimiento económico positivas más adelante en este mismo año.

I.1 EVOLUCIÓN DE LA ECONOMÍA MUNDIAL

Aunque la incertidumbre sigue siendo elevada, los indicadores mundiales sugieren cada vez más que la actual recesión está tocando fondo, gracias a las sólidas medidas de estímulo adoptadas a escala mundial y a la mejora de las condiciones de financiación en segmentos clave del mercado. Aunque el Índice general de directores de compras (PMI, en sus siglas en inglés) sólo aumentó ligeramente en julio, manteniéndose por debajo del umbral que separa la expansión de la contracción, se situó en el nivel más alto observado desde agosto del 2008. En el sector manufacturero, el PMI ha aumentado a lo largo de los dos últimos meses hasta situarse por encima del umbral de 50, de lo que se deduce que las empresas han comenzado a acelerar de nuevo la actividad. Sin embargo, en el sector servicios, las empresas continúan reduciendo la actividad.

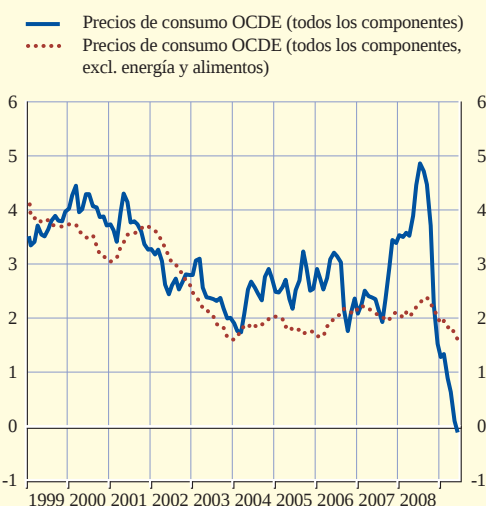
La debilidad que todavía muestra la economía mundial y los negativos efectos de base derivados de los incrementos de los precios de las materias primas durante el pasado año han seguido presionando a la baja sobre las tasas de inflación general en los últimos meses. En los países de la OCDE, la inflación, medida por el IPC, se redujo en el año transcurrido hasta junio, registrando tasas negativas por vez primera y situándose en un valor de -0,1%, frente al 0,1% observado en el mes anterior. Excluidos la energía y los alimentos, la inflación interanual, medida por el IPC, fue del 1,7% en junio, es decir, ligeramente más baja que en el mes anterior. En julio, el Índice general de precios de los consumos intermedios para todos los sectores siguió cayendo, principalmente como consecuencia del descenso de los costes en el sector servicios.

ESTADOS UNIDOS

En Estados Unidos, el ritmo de desaceleración de la actividad económica se está moderando. Según las estimaciones preliminares de la Oficina de Análisis Económico, el PIB real experimentó una contracción relativamente ligera, del 1% en tasa anualizada, en el segundo trimestre del 2009, tras una caída sustancial del 6,4% en el primer trimestre. La inversión y las exportaciones siguieron siendo un lastre para la economía en el segundo trimestre del 2009. La desaceleración del consumo también afectó a la actividad económica agregada. No obstante, la caída del PIB real fue, en comparación, moderada, ya que el aumento del gasto público estimuló la demanda y se debilitaron las importaciones.

Gráfico I Evolución de los precios internacionales

(datos mensuales; tasas de variación interanual)



Fuente: OCDE.

Por lo que respecta a la evolución de los precios, la inflación interanual medida por el IPC se adentró aún más en territorio negativo, hasta el -1,4% en junio del 2009, desde el -1,3% de mayo. El descenso fue motivado, en gran medida, por la caída de los precios de la energía. Por su parte, la tasa de inflación interanual, excluidos la energía y los alimentos, se redujo hasta el 1,7% en junio, desde el 1,8% de mayo. De cara al futuro, los negativos efectos de base de los precios de la energía irán desapareciendo progresivamente en los próximos meses y, en última instancia, se tornarán positivos. No obstante, la atonía económica debería limitar la presión alcista sobre los precios.

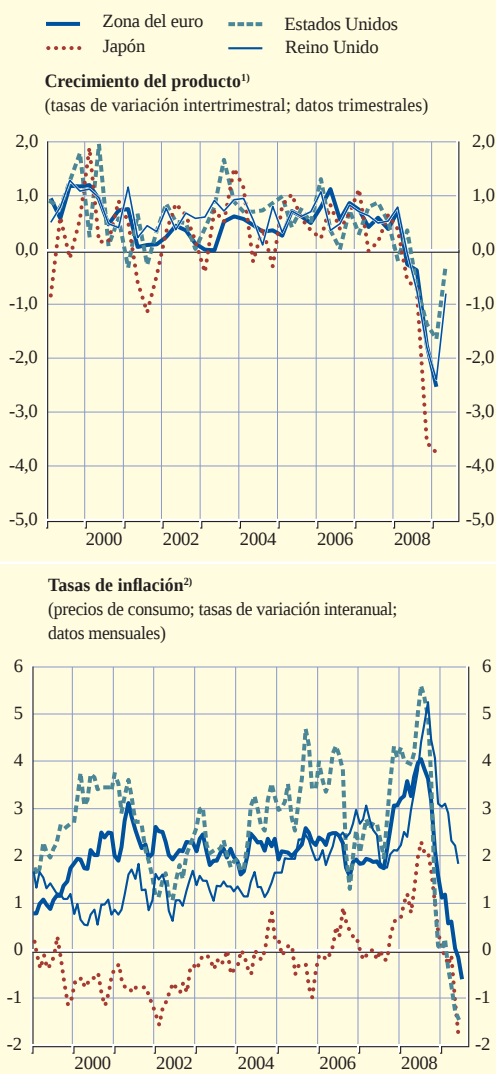
Según las proyecciones realizadas por lo miembros del Comité de Operaciones de Mercado Abierto de la Reserva Federal (publicadas con las actas de la reunión que celebró el Comité los días 23 y 24 de junio de 2009) se prevé que el producto experimente una lenta expansión durante el resto del año. La tendencia central de las proyecciones respecto al crecimiento del PIB real (medido en tasas de crecimiento interanual del cuarto trimestre) se sitúa dentro de un intervalo de -1,5% a -1,0% para el 2009, lo que representa una ligera revisión al alza con respecto a las proyecciones de abril. Se espera que la recuperación sea gradual en el 2010, situándose la tendencia central de las proyecciones de crecimiento interanual del PIB entre un 2,1% y un 3,3% en el cuarto trimestre.

JAPÓN

Tras la fuerte contracción de la actividad económica registrada en los trimestres anteriores, se observan ahora algunas señales de estabilización. Después de la contracción récord del 3,8%, en tasa intertrimestral, que experimentó el PIB real en el primer trimestre del 2009, la situación económica parece haber mejorado ligeramente. La encuesta Tankan del Banco de Japón, correspondiente al segundo trimestre, indica que el clima empresarial ha mejorado sensiblemente entre las grandes empresas manufactureras con respecto al mínimo registrado en el trimestre anterior. El índice correspondiente a las grandes empresas de otros sectores también mostró su primera mejora en los dos últimos años y medio. Además, algunos indicadores disponibles con mayor frecuencia, como la producción industrial y el gasto en consumo real, presentan alguna evidencia de mejora.

En Japón, la inflación interanual total, medida por el IPC, volvió a adentrarse de forma significativa en territorio negativo, bajando hasta el -1,8% en junio desde el -1,1% de mayo. Este descenso refleja

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.

efectos de base relacionados con la evolución de los costes de la energía y un aumento de la capacidad no utilizada. La inflación medida por el IPC, excluidos la energía y los alimentos, también se redujo hasta el -0,7%, en tasa interanual, en junio, desde el -0,5% de mayo.

El 15 de julio, 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 se han producido un nuevo descenso del crecimiento del PIB real y una moderación de la inflación en los últimos trimestres. El PIB real se redujo un 2,4%, en tasa intertrimestral, en el primer trimestre del 2009 (cifra revisada a la baja con respecto a la estimación preliminar del 1,9%). Este descenso se distribuyó de forma generalizada entre todos los componentes del gasto. Según las estimaciones preliminares, en el segundo trimestre del 2009, el PIB real se redujo un 0,8% en tasa intertrimestral. De cara al futuro, se prevé un nuevo retroceso, aunque a un ritmo más lento, ya que la caída del empleo y de la riqueza inmobiliaria y financiera, y las restrictivas condiciones en materia de concesión de créditos seguirán afectando, probablemente, al gasto en consumo en el corto plazo. Los datos de las encuestas recientes apuntan a una posible estabilización de la actividad hacia finales del 2009. Tras un ligero incremento a comienzos de este año, la inflación interanual, medida por el IAPC, ha comenzado a reducirse de nuevo, situándose en el 1,8% en junio del 2009, frente al 2,2% registrado en mayo. Los precios de la vivienda están bajando desde el inicio de la crisis financiera a mediados del 2007, pero el ritmo subyacente de ese descenso se ha moderado recientemente. En junio del 2009, la variación interanual del Índice Halifax de precios de la vivienda fue del -0,15%, frente al -16,3% de mayo. De cara al futuro, se prevé un nuevo descenso de la inflación, que, a corto plazo, se mantendrá por debajo del objetivo del 2%. Entre el 5 de marzo y el 30 de julio de 2009, el Banco de Inglaterra compró activos por importe de 125 mm de libras esterlinas en el marco del Servicio de Adquisición de Activos, de los cuales 122 mm correspondieron a deuda pública. El 6 de agosto, 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%. El Comité votó, además, a favor de aumentar la magnitud de su programa de adquisición de activos en 50 mm de libras esterlinas, hasta un total de 175 mm de libras esterlinas.

OTROS PAÍSES EUROPEOS

En la mayoría de los otros países europeos 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 el segundo trimestre, no experimentó variación con respecto al trimestre anterior (en cifras desestacionalizadas y ajustadas por días laborables). La tasa de descenso de la mayoría de los componentes del PIB se está reduciendo de forma acusada. En Dinamarca, el producto se contrajo un 1,1% en el primer trimestre en un contexto de debilidad de la demanda externa, condiciones de financiación más restrictivas y caída del consumo privado. En los últimos meses, la inflación, medida por el IAPC, se ha reducido hasta niveles bastante bajos en ambos países. En junio, bajó hasta el 1,6% en Suecia y hasta el 0,9% en Dinamarca. El 2 de julio de 2009, el Sveriges Riksbank decidió recortar su principal tipo de interés oficial en 25 puntos básicos, hasta el 0,25%.

Los Estados miembros más grandes de la UE de Europa central y oriental, con la excepción de Polonia, registraron una caída del PIB real en el primer trimestre del 2009. El crecimiento del PIB real se contrajo, en tasas intertrimestrales, un 2,5% en Hungría, un 3,4% en la República Checa y un 4,6% en Rumanía. La actividad económica resistió mejor en Polonia, que siguió registrando una tasa de crecimiento intertrimestral positiva del 0,4% en el primer trimestre del 2009, debido al hecho de que la demanda interna continuó siendo sólida en comparación con otros países de la región. Los indicadores de corto plazo apuntan a que

se mantendrá la debilidad de la actividad económica en estos países. En junio del 2009, las tasas de inflación, medidas por el IAPC, se redujeron hasta el 0,8% y el 3,7% en la República Checa y Hungría, respectivamente, y se mantuvieron estables en el 4,2% y el 5,9% en Polonia y Rumanía, respectivamente. El 27 de julio de 2009, el Magyar Nemzeti Bank decidió recortar su principal tipo de interés oficial en 100 puntos básicos, hasta el 8,5%.

ECONOMÍAS EMERGENTES DE ASIA

Los últimos datos publicados indican que la mayoría de las economías emergentes de Asia comenzaron a recuperarse en el segundo trimestre del 2009. Tras la acusada caída del comercio exterior durante el último trimestre del 2008 y el primero del 2009, los datos recientes sugieren que el comercio ha experimentado variaciones intermensuales positivas en varios países. Los indicadores provisionales muestran que la demanda interna también ha repuntado, impulsada en gran medida por las políticas macroeconómicas expansivas. No obstante, los efectos negativos retardados de la crisis financiera mundial, como el aumento del desempleo, todavía están frenando el consumo interno privado. La inflación, medida por los precios de consumo, ha seguido descendiendo e incluso ha registrado cifras negativas en varios países.

En China, el crecimiento interanual del PIB real aumentó hasta el 7,9% en el segundo trimestre del 2009, desde el 6,1% registrado en el primer trimestre. La demanda externa siguió siendo relativamente débil, mientras que la mayor parte del crecimiento del PIB tuvo su origen en un aumento muy rápido de la inversión. En los seis primeros meses del año, la inversión en activos fijos en las zonas urbanas se incrementó un 34% en tasa interanual, debido principalmente al aumento de la inversión pública en infraestructura. El crecimiento del consumo ha seguido siendo relativamente robusto y los datos más recientes muestran que la situación también está mejorando en el sector inmobiliario. Si bien el rápido crecimiento de la inversión ha estimulado la demanda de materias primas y otros productos básicos de importación, las exportaciones parecen haberse estabilizado en un nivel bajo. Por consiguiente, el superávit comercial se redujo significativamente en el segundo trimestre del 2009, aunque se mantuvo, no obstante en 8,2 mm de dólares estadounidenses en junio. En el mismo mes, la inflación interanual, medida por el IPC, se situó en el -1,7%, frente al -1,4% registrado en mayo.

AMÉRICA LATINA

En América Latina, la actividad económica ha dado ya las primeras señales de recuperación, aunque partiendo de un nivel bajo, mientras que las presiones inflacionistas están remitiendo gradualmente. En Brasil, la producción industrial cayó un 10,9%, en tasa interanual, en junio, tras el retroceso del 11,2% registrado en mayo. En junio, la inflación interanual, medida por los precios de consumo, se situó en el 4,9%, frente al 5,4% del mes anterior. Como respuesta a la persistente debilidad de la actividad económica, el Banco Central de Brasil redujo su principal tipo de interés en 50 puntos básicos, hasta el 8,75%, el 23 de julio. En Argentina, la producción industrial descendió en mayo un 1,7% en tasa interanual. La inflación interanual, medida por los precios de consumo, siguió bajando hasta situarse en el 5,3% en junio. Por último, la actividad económica experimentó un nuevo debilitamiento en México, con una caída de la producción industrial en junio del 10,6%, en tasa interanual, tras la caída del 8,8% registrado en mayo. No obstante, persistieron las presiones inflacionistas, situándose la inflación general en el 5,7% en junio. El 17 de julio, el Banco de México recortó su tipo de interés a un día en 25 puntos básicos, hasta el 4,5%.

1.2 MERCADOS DE MATERIAS PRIMAS

En julio, los precios del petróleo fluctuaron entre 60 y 70 dólares estadounidenses el barril. Los precios del Brent se situaban, el 5 de agosto, en 73,4 dólares el barril, un 86% por encima del nivel registrado a

comienzos del 2009 (en euros, el incremento fue de alrededor del 80%). De cara al futuro, los participantes en los mercados prevén precios más elevados a medio plazo, negociándose actualmente los futuros con entrega en diciembre del 2011 en torno a 84 dólares estadounidenses.

La escalada que impulsó los precios hasta 70 dólares el barril en junio tuvo su origen en unas expectativas más optimistas con respecto a la economía mundial y a las consiguientes perspectivas de la demanda de crudo. Al hacerse patente que las variables fundamentales no sustentaban ese optimismo —con unas existencias de la OCDE todavía abundantes y sin señales de un sólido repunte de la demanda en las economías emergentes— a primeros de julio se produjo una corrección a la baja de los precios. Sin embargo, a finales de julio y principios de agosto, los precios subieron de nuevo, principalmente, como consecuencia de algunos indicios respecto a un aumento de la demanda proveniente de China.

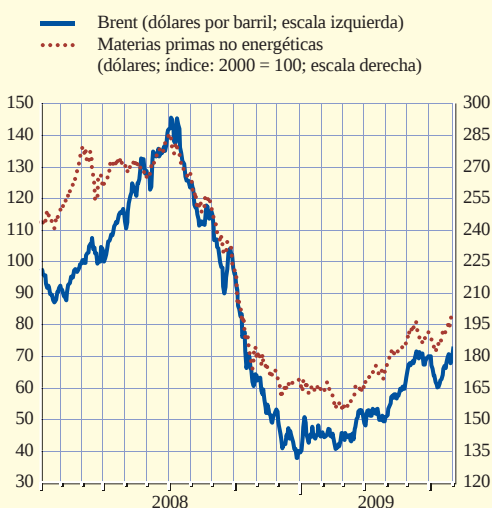
Los precios de las materias primas no energéticas se han moderado ligeramente en los últimos meses. La escalada de los precios de los metales observada en este período ya se ha frenado, pero las variables fundamentales siguen propiciando futuros incrementos. Los precios de las materias primas alimenticias, en particular la soja y el maíz, descendieron tras la escalada observada en junio, debido a una desacumulación de existencias por parte de las autoridades chinas. Por el contrario, los precios del azúcar registraron fuerte incrementos como consecuencia de la preocupación suscitada por los efectos de las condiciones meteorológicas sobre las cosechas en India. En términos agregados, el índice de precios de las materias primas no energéticas (denominado en dólares estadounidenses) se situaba, en julio, aproximadamente un 19% por encima del nivel observado a principios del año.

I.3 PERSPECTIVAS DEL ENTORNO EXTERIOR

Tras una caída sin precedentes a comienzos del año, últimamente se han observado algunas señales de estabilización del comercio mundial. De cara al futuro, si bien la incertidumbre sigue siendo elevada, se aprecian cada vez más indicios de que la recesión mundial está tocando fondo. Los indicadores sintéticos adelantados de la OCDE correspondientes a mayo del 2009 muestran señales tangibles de mejora en la mayoría de los países, tanto de la OCDE como de los que no pertenecen a esta organización. En conjunto, las señales más visibles de una mejora de la actividad económica se han observado en las economías emergentes, pero también se aprecian señales cada vez más evidentes de que ya se ha tocado fondo en algunas de las principales economías industrializadas.

Aunque las perspectivas de la economía mundial siguen estando sujetas a un grado de incertidumbre excepcionalmente elevado, los riesgos para la actividad mundial siguen estando equilibrados. Entre los aspectos positivos, cabe mencionar que podrían producirse efectos más intensos de lo previsto como

Gráfico 3 Principales indicadores de los mercados de materias primas

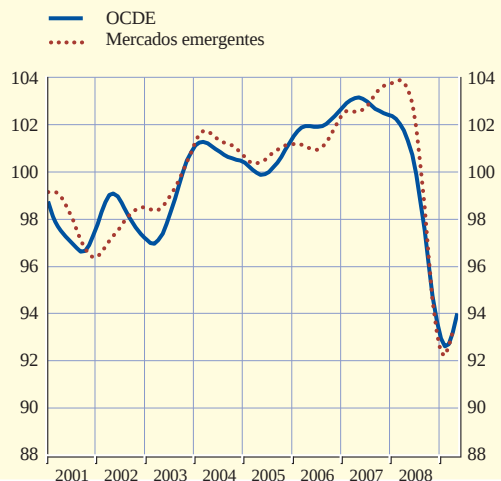


Fuentes: Bloomberg y HWWI.

consecuencia de las amplias medidas de estímulo macroeconómico que se están aplicando, así como de otras medidas adoptadas. La confianza también podría mejorar con más rapidez de lo que se prevé actualmente. Por otro lado, sigue preocupando que la espiral de reacciones adversas entre la economía y las turbulencias de los mercados financieros pudiera tener mayor intensidad y duración de lo esperado y 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.

Gráfico 4 Indicador sintético adelantado de la OCDE

(datos mensuales; ajustados a la amplitud del ciclo)



Fuente: OCDE.

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

2 EVOLUCIÓN MONETARIA Y FINANCIERA

2.1 DINERO Y CRÉDITO DE LAS IFM

Los datos monetarios de junio confirman que el crecimiento de M3 y de los préstamos está experimentando una desaceleración, lo que apunta a un descenso de la tasa de crecimiento monetario subyacente. El flujo de préstamos al sector privado no financiero siguió siendo moderado, especialmente en lo que respecta al crédito a corto plazo a las sociedades no financieras. La contención del crédito a este último sector y a los hogares se debe, en gran parte, al elevado grado de incertidumbre que subsiste en torno a las perspectivas de la actividad económica, de renta y del mercado de la vivienda. El ajuste a la baja de las tenencias totales de activos de las IFM perdió impulso en junio, observándose, en particular, aumentos de los activos exteriores tras cuatro meses de flujos negativos.

EL AGREGADO MONETARIO AMPLIO M3

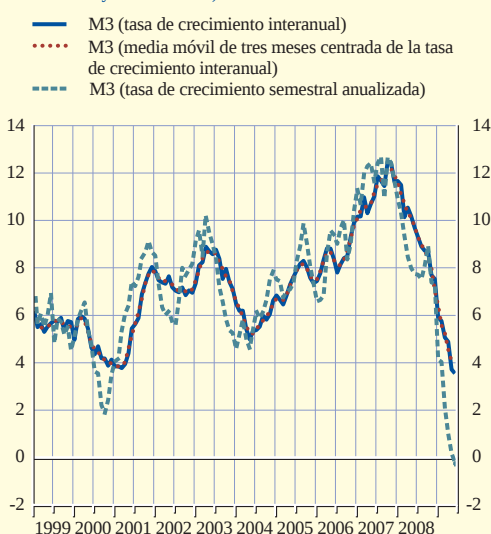
El crecimiento monetario continuó desacelerándose en junio, mes en que la tasa de crecimiento interanual de M3 se situó en el 3,5%, frente al 3,7% de mayo (véase gráfico 5). La tasa de crecimiento intermensual fue del 0,2% en junio (frente al -0,5% de mayo y el 0,8% de abril), continuando con ello la pauta de alternar tasas negativas y positivas observada desde finales del 2008. Si la evolución se considera más allá de la volatilidad de las tasas de crecimiento a corto plazo, se 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 continuó disminuyendo en junio. El flujo mensual fue considerablemente positivo, si bien, una vez más, esta dinámica estuvo asociada, principalmente, a la evolución de los préstamos otorgados a los intermediarios financieros no monetarios distintos de empresas de seguros y fondos de pensiones. En cambio, los préstamos al sector privado no financiero se mantuvieron en niveles moderados, debido, en gran parte, al hecho de que subsiste un elevado grado de incertidumbre en torno a las perspectivas de la actividad económica, de renta y del mercado de la vivienda. Estos factores contienen la demanda de préstamos e influyen en la valoración que realizan las entidades de crédito de la solvencia de los prestatarios.

Por lo que se refiere a la financiación de las entidades de crédito, los datos de las IFM de junio indican que aunque se registraron algunas ventas netas de valores distintos de acciones a largo plazo a instituciones distintas de IFM, se volvieron a producir considerables ventas netas de valores distintos de acciones a corto plazo de las IFM. En conjunto, la emisión neta de valores distintos de acciones de las IFM fue negativa, una evolución que oculta cierta actividad en la emisión bruta de bonos garantizados por avales públicos e incluso más ventas de bonos no garantizados. En cuanto a los depósitos, se registraron entradas procedentes del sector tenedor de dinero y del resto del mundo. El descenso de las tenencias totales de activos del sector bancario perdió impulso en junio, después de cuatro meses en los que se registraron salidas, ya que las IFM reanudaron su acumulación de activos frente al resto del

Gráfico 5 Crecimiento de M3

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



Fuente: BCE.

mundo e incrementaron los préstamos a los residentes en la zona del euro (particularmente mediante la adquisición de valores).

PRINCIPALES COMPONENTES DE M3

La disminución de la tasa de crecimiento interanual de M3 observada en junio estuvo determinada por el descenso de la contribución de los depósitos a corto plazo distintos de los depósitos a la vista (es decir, M2 – M1). No obstante, esta disminución quedó compensada, en parte, por el aumento de la contribución total de M1 (esto es, efectivo en circulación y depósitos a la vista).

La tasa de crecimiento interanual de M1 retomó la senda de fortalecimiento observada desde el tercer trimestre del 2008 y aumentó hasta el 9,3% en junio, frente al 7,9% de mayo (véase cuadro 1). Este incremento se debió fundamentalmente a las elevadas entradas mensuales registradas en los depósitos a la vista.

La tasa de crecimiento interanual de los depósitos a corto plazo distintos de los depósitos a la vista disminuyó de nuevo y se situó en el 0,4% en junio, frente al 2,1% de mayo. 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) volvió a aumentar en junio, este incremento se vio sobradamente compensado 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 volvió a caer sustancialmente, hasta el –6,1%, desde el –2,7% de mayo.

Consideraciones relacionadas con la remuneración parecen haber seguido siendo el principal factor determinante de la evolución de los distintos tipos de depósitos a corto plazo. Los datos disponibles sobre los tipos de interés aplicados por las IFM para el período transcurrido hasta mayo indican que la remuneración de los depósitos a corto plazo continuó disminuyendo en relación con la de los depósitos a la vista y los depósitos de ahorro a corto plazo. Esta evolución explica las salidas observadas en los depósitos a corto plazo y la relativa

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 III	2008 IV	2009 I	2009 II	2009 May	2009 Jun
M1	45,0	0,7	2,7	5,3	7,9	7,9	9,3
Efectivo en circulación	7,8	7,5	12,4	13,6	13,2	13,1	12,8
Depósitos a la vista	37,2	-0,6	0,8	3,6	6,9	6,8	8,6
M2 - M1 (= otros depósitos a corto plazo)	41,4	19,1	15,8	9,3	3,0	2,1	0,4
Depósitos a plazo hasta dos años	23,4	37,6	29,0	12,9	-0,8	-2,7	-6,1
Depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses	18,0	-1,7	-0,5	4,5	8,6	9,4	10,3
M2	86,4	9,2	8,9	7,2	5,5	5,0	4,8
M3 - M2 (= instrumentos negociables)	13,6	8,9	4,1	-0,8	-2,5	-3,7	-4,0
M3	100,0	9,1	8,2	6,0	4,3	3,7	3,5
Crédito a residentes en la zona del euro		9,1	7,4	5,9	4,3	3,9	4,2
Crédito a las Administraciones Públicas		0,6	1,7	5,6	8,4	8,2	10,8
Préstamos a las Administraciones Públicas		2,1	2,9	2,3	1,5	1,4	2,5
Crédito al sector privado		10,9	8,6	6,0	3,5	3,1	3,0
Préstamos al sector privado		9,1	7,4	4,6	2,2	1,8	1,5
Préstamos al sector privado ajustados por ventas y titulizaciones		10,1	8,5	6,1	3,6	3,3	2,8
Pasivos financieros a más largo plazo (excluidos capital y reservas)		3,3	1,2	1,8	2,7	2,8	3,0

Fuente: BCE.

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

capacidad de resistencia de los flujos hacia los depósitos a la vista y los depósitos de ahorro a corto plazo. También puede haberse producido un aumento de los fondos asignados a activos financieros que no están incluidos en M3, ya que la remuneración de los depósitos a corto plazo y de los instrumentos negociables descendió de nuevo con respecto a la de activos a más largo plazo disponibles.

La tasa de crecimiento interanual de los instrumentos negociables disminuyó de nuevo y se situó en el -4% en junio, frente al -3,7% de mayo. En cuanto a los subcomponentes de estos instrumentos, la tasa de crecimiento interanual de las cesiones temporales registró un acusado incremento, mientras que la de las participaciones en fondos del mercado monetario prácticamente no se modificó y continuó siendo positiva. En cambio, la tasa de crecimiento interanual de las tenencias de valores distintos de acciones a corto plazo (es decir, los valores distintos de acciones hasta dos años) de las IFM por parte de los sectores tenedores de dinero se tornó mas negativa y fue del -33,6% en junio, debido a que, ese mes, los citados sectores redujeron sus tenencias de este tipo de valores, observándose reducciones similares en las tenencias de no residentes y de las propias IFM.

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, apenas se modificó en junio y fue del 4,4%. Este crecimiento interanual se debió casi en su totalidad a los hogares, si bien su contribución ha disminuido gradualmente en los últimos meses. En cambio, la contribución de las sociedades no financieras se ha mantenido prácticamente estable, tras registrar un descenso relativamente acusado hasta situarse en torno a cero a principios de año. Por primera vez desde diciembre del 2004, en junio se observaron salidas mensuales reducidas en los depósitos de M3 mantenidos por los hogares. Esta evolución refleja los bajos niveles de remuneración de estos depósitos en relación con la de otras modalidades de inversión financiera o la amortización de deuda. Al mismo tiempo, tanto las sociedades no financieras como los intermediarios financieros no monetarios incrementaron sus tenencias de depósitos de M3 en junio.

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 aumentó hasta el 4,2% en junio, desde el 3,9% de mayo (véase cuadro 1), como resultado del incremento de la tasa de crecimiento interanual del crédito a las Administraciones Públicas (que se situó en el 10,8% en junio, frente al 8,2% de mayo), mientras que la tasa de crecimiento interanual del crédito al sector privado prácticamente no se modificó y fue del 3%. En ambos casos, en junio se registraron flujos mensuales muy elevados relacionados con las adquisiciones de valores distintos de acciones de los sectores público y privado por parte de las IFM.

En cambio, la tasa de crecimiento interanual de los préstamos de las IFM al sector privado, el principal componente del crédito al sector privado, volvió a descender y se situó en el 1,5% en junio, frente al 1,8% del mes precedente. El flujo mensual fue positivo, pero ello se debió principalmente al fuerte endeudamiento a corto plazo de los intermediarios financieros no monetarios, como se ha indicado anteriormente.

Tras un período, a finales del 2008, de numerosas operaciones de titulización fuera de balance, en el que entidades de crédito originadoras de préstamos los vendieron, 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. Aunque el efecto distorsionador que la eliminación de préstamos del balance, en el contexto de las titulizaciones, tiene sobre los préstamos al sector privado fue, por tanto, relativamente reducido en términos intermensuales, aún prevalece en las tasas de crecimiento interanual (situándose en junio la diferencia entre la serie anual corregida y sin corregir en 1,3 puntos porcentuales, algo más baja que en el mes precedente). El papel desempeñado por las actividades de titulización en la financiación del crédito otorgado por las entidades de crédito ha sido más limitado en la zona del euro que en Estados Unidos (véase recuadro 1).

DIFERENCIAS INSTITUCIONALES ENTRE LOS MERCADOS HIPOTECARIOS DE LA ZONA DEL EURO Y ESTADOS UNIDOS

Existen varias diferencias institucionales entre los mercados hipotecarios de la zona del euro y Estados Unidos, incluidas las relativas a las características y a las estructuras de financiación de las hipotecas. Esas diferencias podrían contribuir a explicar las divergencias en el endeudamiento de los hogares y la importancia de la titulización. En este contexto, se estudia a continuación el papel que desempeñan las agencias de financiación hipotecaria en la financiación de las hipotecas en Estados Unidos comparándolo con las prácticas de financiación de la zona del euro. También se analizan las diferencias en los procedimientos de ejecución hipotecaria, que podrían influir en el comportamiento de los hogares con respecto a su endeudamiento¹.

Función del respaldo público en la financiación de las hipotecas en Estados Unidos en comparación con la zona del euro

Una característica específica del mercado hipotecario estadounidense es la función clave que desempeñan las agencias de financiación hipotecaria, que tiene su origen en la Gran Depresión, cuando se creó un organismo estatal denominado Asociación Hipotecaria Nacional Federal (FNMA, en sus siglas en inglés). Posteriormente, en 1968, este organismo fue privatizado y pasó a denominarse Fannie Mae. Además, en 1968 se fundó una segunda agencia privada de financiación hipotecaria que opera en el mercado hipotecario estadounidense: la Corporación Federal de Préstamos Hipotecarios (o Freddie Mac). Ambas agencias adquirieron el papel crucial que desempeñan actualmente tras la crisis de las entidades de ahorro y préstamo (S&L, en sus siglas en inglés) de la década de los ochenta, que dio lugar a una serie de cambios estructurales muy importantes en los mercados hipotecarios de Estados Unidos. Hasta finales de la década de los setenta, las entidades de ahorro y préstamo financiaban préstamos hipotecarios a largo plazo y tipo de interés fijo basados, principalmente, en depósitos a corto plazo en un entorno de estabilidad de los tipos de cambio. No obstante, la subida de los tipos de interés nominales como consecuencia de la inflación, combinada con la imposición de topes a los tipos de interés de los depósitos, dio lugar a retiradas de fondos por parte de los clientes, que invirtieron sus ahorros en activos que les permitieran obtener una mayor rentabilidad (desintermediación). Como resultado, las entidades de ahorro y préstamo experimentaron una escasez de capital que se agravó aún más en la década de los ochenta como consecuencia de las arriesgadas inversiones que realizaron dichas entidades tras su desregulación. La eliminación de los préstamos hipotecarios del balance de las entidades de ahorro y préstamo mediante su venta a las dos agencias de financiación hipotecaria, les permitió conceder nuevos préstamos hipotecarios, a pesar de que los ratios depósitos/préstamos eran más bajas que en el pasado. Además, tras vender un préstamo hipotecario a tipo de interés fijo (la modalidad que, en general, prefieren los estadounidenses a la hora de comprar una vivienda), las entidades de ahorro y préstamo ya no asumen el riesgo de una subida de los tipos de interés.

Como consecuencia de estos acontecimientos históricos, en Estados Unidos, los bancos hipotecarios suelen vender las hipotecas a tipo de interés fijo a las agencias de financiación hipotecaria, siempre

1 La evidencia que se presenta en este recuadro se basa, principalmente, en R. K. Green y S. M. Wachter, «The American Mortgage in Historical and International Context», *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 19, n.º. 4, otoño 2005, páginas 93-114; A. Coles y J. Hardt, «Mortgage markets: why US and EU markets are so different», *International Union for Housing Finance*, diciembre 2001; y Banco Central Europeo, «Housing finance in the euro area», *Occasional Paper* n.º 101, marzo 2009.

y cuando cumplan ciertos niveles de calidad, o a emisores privados de bonos de titulización de activos (ABS) que, o bien los mantienen en su balance o los titilizan. En las últimas décadas, las dos agencias de financiación hipotecaria disfrutaron de costes de financiación más bajos en comparación con los bancos privados en las emisiones de bonos de titulización hipotecaria, debido a la existencia de una garantía pública implícita, que se hizo explícita en septiembre del 2008, dado que tanto Fannie Mae como Freddie Mac fueron intervenidas. Con esta garantía, las agencias de financiación hipotecaria y, en última instancia, el gobierno estadounidense respaldaron la concesión de créditos hipotecarios en Estados Unidos. Además, al agrupar las hipotecas y emitir bonos de titulización hipotecaria relativamente normalizados, Fannie Mae y Freddie Mac fomentaron la liquidez en el mercado hipotecario secundario de Estados Unidos. En términos de saldos vivos, estas agencias son los principales tenedores de deuda hipotecaria. Al mismo tiempo, los emisores privados de bonos de titulización de activos, típicamente entidades no crediticias y no reguladas, habían incrementado considerablemente su cuota de mercado desde el año 2004 hasta el momento en que se produjeron las turbulencias financieras, en paralelo con la imposición de límites regulatorios a la actividad de las agencias de financiación hipotecaria (véase gráfico A)².

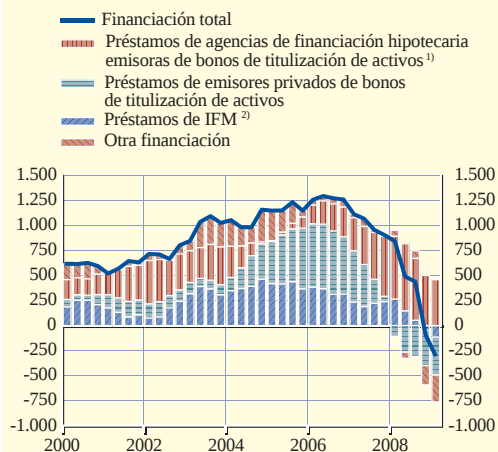
A diferencia de Estados Unidos, en la zona del euro no existe un respaldo público comparable para la provisión de crédito hipotecario a los residentes en la zona, es decir, los gobiernos de la zona del euro no intervienen para reducir los costes de financiación de los préstamos hipotecarios o facilitar la eliminación de los préstamos de los balances de las entidades de crédito. Esta situación se ha visto alterada en cierta medida por las turbulencias financieras y las medidas concretas de respaldo público que se han adoptado a nivel de país. Además, existen considerables diferencias en las nor-

2 De acuerdo con las estadísticas bancarias consolidadas del Banco de Pagos Internacionales, a finales de marzo del 2009, el 6% de los activos extranjeros totales de las entidades de crédito de la zona del euro correspondían a Estados Unidos.

3 Véase el recuadro 3 del Boletín Mensual de marzo del 2008 titulado «La importancia de las normas contables para interpretar las estadísticas de préstamos de las IFM».

Gráfico A Financiación de los hogares en Estados Unidos

(operaciones acumuladas de cuatro trimestres en mm de USD)

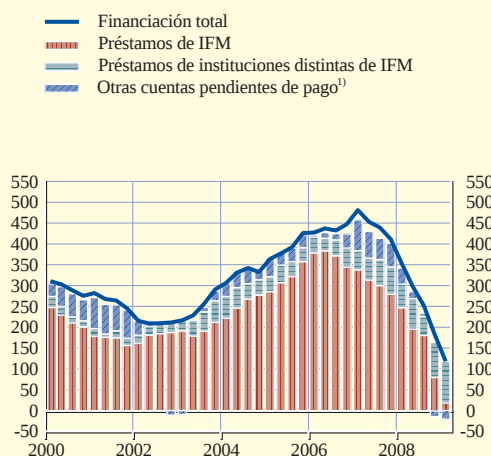


Fuentes: Reserva Federal y cálculos del BCE.

1) Préstamos de agencias de financiación hipotecaria y fondos de titulización hipotecaria respaldados por estas agencias.
2) Bancos, cajas de ahorro y cooperativas de crédito.

Gráfico B Financiación de los hogares en la zona del euro

(operaciones acumuladas de cuatro trimestres en mm de USD)



Fuente: BCE.

1) Incluye también crédito comercial y pasivos netos de derivados financieros.

mas contables entre los distintos países de la zona del euro. En algunos de ellos, dichas normas sólo permiten la total eliminación de los préstamos realmente titulizados de los balances de los bancos (es decir, darlos de baja) cuando la operación de titulización cumple ciertos criterios estrictos³. Por el contrario, en Estados Unidos, las normas contables hacen que, en general, resulte más fácil dar de baja los préstamos del balance de las entidades de crédito y, por consiguiente, trasladar los riesgos a terceros. Estos motivos podrían explicar, en gran medida, por qué la titulización de los préstamos hipotecarios por parte de las agencias de financiación hipotecaria o de los emisores hipotecarios de bonos de titulización de activos ha avanzado mucho más en Estados Unidos que en la zona del euro.

En la zona del euro, los préstamos hipotecarios siguen figurando, en gran medida, en los balances de las entidades de crédito (véase gráfico B). Además de los depósitos, que son, en general, la principal fuente de financiación de dichas entidades en la zona del euro, los préstamos para la vivienda se financian directamente mediante la emisión de instrumentos de renta fija tipo *Pfandbrief* y bonos de titulización hipotecaria sobre inmuebles residenciales (RMBS, en sus siglas en inglés), que están garantizados por hipotecas (véase la sección 3 del artículo titulado «Financiación de la vivienda en la zona del euro» en el presente Boletín Mensual, en el que se describe la financiación de los préstamos hipotecarios en la zona del euro). La aportación de garantías en las emisiones de bonos reduce, en general, los costes de financiación para los bancos. No obstante, a diferencia de la garantía pública (implícita) de Estados Unidos, en la zona del euro no existe un respaldo público comparable de los gastos de financiación. En el caso de las emisiones de instrumentos de renta fija tipo *Pfandbrief*, los préstamos hipotecarios se mantienen en los balances de las entidades de crédito de la zona del euro, y, en el caso de los RMBS, sólo se eliminan parcialmente de dichos balances, dependiendo de las normas contables que se apliquen en el país para dar de baja los préstamos titulizados mediante operaciones de titulización real. Por consiguiente, el riesgo de crédito asociado a los préstamos hipotecarios se mantiene, en gran medida, en los balances de los bancos. La financiación de préstamos hipotecarios basada en el mercado de operaciones con garantías representaba el 21% (9% en el caso de los instrumentos tipo *Pfandbrief* y 12% en el de los RMBS) del saldo vivo de los préstamos para la vivienda en la zona del euro a finales del 2007. En Estados Unidos, la proporción de préstamos hipotecarios titulizados era, aproximadamente, del 50% del saldo vivo de hipotecas⁴.

Repercusiones de la estructura de la financiación hipotecaria en las características de los préstamos hipotecarios

La importancia de la titulización de las hipotecas en Estados Unidos, incluido el papel que desempeñan las agencias de financiación hipotecaria y los emisores privados de bonos de titulización de activos, dio lugar al predominio de los préstamos hipotecarios a tipo de interés fijo, que son los que, tradicionalmente, prefieren los compradores de vivienda estadounidenses. Una razón importante para que los bancos se muestren dispuestos a conceder este tipo de préstamos es que no necesitaban asumir el riesgo de financiar activos a largo plazo con fondos a corto plazo, dado que, en general, podían eliminar de sus balances los préstamos hipotecarios a largo plazo. Por el contrario, en la zona del euro, son muchos los países en los que predominan los préstamos a tipo de interés variable para la adquisición de vivienda frente a una minoría en la que predominan los préstamos hipotecarios a tipo de interés fijo, asociados a factores de demanda, de oferta e institucionales (véase la sección 2 del artículo titulado «Financiación de la vivienda en la zona del euro» en el presente Boletín Mensual).

4 Con referencia a las titulizaciones reales fuera de balance.

Además, en los últimos años y hasta el momento en que se produjeron las turbulencias financieras, se han introducido en Estados Unidos nuevos contratos atípicos con elementos tales como los llamados «teaser rates» (tipos de interés más bajos por campañas promocionales), los tipos de amortización negativos y ratios entre el principal y el valor de la garantía cercanas o superiores al 100%, especialmente en el segmento de alto riesgo (*subprime*). El mayor riesgo de crédito asociado a estos préstamos hipotecarios *subprime* se eliminaba, en gran medida, de los balances de las entidades de crédito y posiblemente se transfería, casi en su totalidad, a los emisores privados de bonos de titulación de activos, que estaban sometidos a una regulación menos estricta que las agencias de financiación hipotecaria. Esos contratos atípicos se utilizaron en menor medida en la zona del euro, debido probablemente a la existencia de normas contables que hacían que resultase más difícil dar de baja los préstamos.

Asimismo, en Estados Unidos, las comisiones por pago anticipado son, en general, mínimas o inexistentes. Por el contrario, si bien en todos los países de la zona del euro se permite la cancelación anticipada total o parcial de la hipoteca, en general, la cancelación anticipada de un préstamo hipotecario a tipo de interés fijo está sujeta al pago de una comisión, mientras que, en el caso de los préstamos a tipo de interés variable, dicha cancelación esta exenta del pago de comisiones en varios países de la zona del euro.

Procedimientos de insolvencia y ejecución hipotecaria

Por lo que respecta a otras diferencias institucionales entre los mercados hipotecarios de la zona del euro y Estados Unidos, existen también algunas diferencias importantes en los procedimientos de insolvencia y ejecución hipotecaria, que podrían contribuir a explicar las divergencias en el endeudamiento de los hogares. Debido a la limitada disponibilidad de datos y a la heterogénea situación que presentan los países de la zona del euro, sólo es posible realizar una valoración general basada, sobre todo, en información cualitativa.

Si bien el número de quiebras entre los particulares ha aumentado en la zona del euro y en Estados Unidos en los últimos años, las insolvencias personales son todavía menos comunes en la zona del euro que en Estados Unidos. Ello se debe a las importantes diferencias que existen entre el marco jurídico de los países que se rigen por el derecho consuetudinario (por ejemplo, Estados Unidos) y los países en los que la legislación se basa en el derecho civil, como es el caso en la mayoría de los países de la zona del euro. En Estados Unidos, el sistema que se aplica en la mayoría de los Estados de la Unión tiende, en la práctica, a funcionar como si los préstamos fuesen deuda sin posibilidad de recurso, es decir, deuda avalada por una garantía, pero de la cual el prestatario no es personalmente responsable. Por el contrario, en los países que se rigen por el derecho civil, a los prestatarios les resulta menos fácil liberarse de la obligación de reembolsar su deuda y siguen siendo personalmente responsables del pago de cualquier diferencia que exista entre el valor de la propiedad y el importe del préstamo. Además, los procedimientos judiciales tienden a ser más bien largos en algunos países de la zona del euro, mientras que los países en los que se aplica el derecho consuetudinario suelen inclinarse por los acuerdos extrajudiciales. Estas diferencias en los procesos de insolvencia y ejecución hipotecaria podrían afectar a las condiciones de los préstamos y, posteriormente, al endeudamiento de los hogares. Además, en relación con las turbulencias financieras que tuvieron su origen en el segmento de alto riesgo del mercado hipotecario estadounidense, el aumento de las insolvencias personales fue mucho mayor en Estados Unidos que en la zona del euro (basándonos en la limitada información disponible sobre unos pocos países de la zona) en el año 2007.

Conclusiones

Las características específicas del mercado hipotecario estadounidense —un papel dominante de las agencias de financiación hipotecaria y de los emisores privados de bonos de titulización de activos y una proporción relativamente baja de préstamos hipotecarios en los balances de los bancos— son ventajosas en términos de costes de financiación más bajos y de transferencia de riesgos mediante la titulización de dichos préstamos. Al mismo tiempo, la capacidad que tienen las entidades de crédito para eliminar de forma relativamente fácil de sus balances los préstamos hipotecarios estimuló el endeudamiento hipotecario de los hogares durante los últimos años hasta el inicio de las turbulencias financieras a mediados del 2007. Además, las operaciones estructuradas y el crecimiento de los emisores privados de bonos de titulización de activos relativamente poco regulados hasta el inicio de dichas turbulencias han dado lugar a una distribución opaca y a una infravaloración de los riesgos en el sistema financiero, lo que, en última instancia, desencadenó las turbulencias financieras.

Por el contrario, en la zona del euro, los préstamos hipotecarios se mantienen, en gran medida, en los balances de las entidades de crédito, ya que se financian, principalmente, con depósitos bancarios o, hasta cierto punto, mediante la emisión de instrumentos de renta fija tipo *Pfandbrief*. Además, la importancia de las emisiones de RMBS en la zona del euro es relativamente baja. En general, aunque las normas de contabilidad varían de unos países a otros dentro de la zona, resulta menos fácil que en Estados Unidos eliminar los préstamos de los balances de los bancos. El hecho de que los préstamos se mantengan, en gran medida, en el balance de las entidades reguladas, por ejemplo, los bancos, tiende a favorecer un comportamiento más prudente por parte de los prestamistas con respecto a los préstamos concedidos. Al mismo tiempo, la legislación tan heterogénea en materia de emisiones de instrumentos tipo *Pfandbrief* y RMBS, así como la falta de uniformidad de los préstamos hipotecarios han hecho que la titulización de estos préstamos sea menor en la zona del euro. En general, con un mayor número de titulizaciones aumentaría la liquidez en el mercado secundario y se reducirían los costes de financiación, lo que resultaría beneficioso para los prestatarios. No obstante, como ya han demostrado las turbulencias financieras, para la estabilidad del sistema financiero es importante mantener la transparencia respecto a los riesgos y que éstos sigan figurando, en gran medida, en los balances de unas entidades bien reguladas.

La tasa de crecimiento interanual de los préstamos de las IFM a las sociedades no financieras volvió a experimentar un pronunciado descenso en junio, mes en que se situó en el 2,8%, frente al 4,4% observado en mayo (véase cuadro 2). Los saldos vivos de préstamos se redujeron para todos los plazos de vencimiento, pero especialmente para los préstamos hasta un año. Al valorar esta evolución se ha de tener presente que, debido a las diferencias en las expectativas de inflación para los distintos vencimientos, actualmente, el coste real de la financiación es más elevado para los préstamos a corto plazo que para los préstamos a largo plazo, lo que puede influir en el detalle por plazos de los préstamos a empresas. En general, es probable que la moderación de los préstamos al sector de sociedades no financieras sea reflejo de la débil actividad económica y de la considerable incertidumbre existente en torno a las perspectivas económicas. Es posible que esto también esté dificultando el acceso de algunas empresas a la financiación bancaria (para más información, véase el recuadro 2).

La tasa de crecimiento interanual de los préstamos a hogares aumentó en junio y se situó en el 0,2%, frente al -0,2% de mayo, observándose un flujo mensual positivo ese mes. Esta evolución tuvo su origen en el aumento de la tasa de crecimiento interanual de los préstamos para adquisición de vivienda, la principal fuente de financiación de los hogares, que ascendió desde el -0,5% de mayo hasta el 0% de junio. Dada la

Cuadro 2 Préstamos de las IFM al sector privado

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

	Saldo vivo en porcentaje del total ¹⁾	Tasas de crecimiento interanual					
		2008 III	2008 IV	2009 I	2009 II	2009 May	2009 Jun
Sociedades no financieras	44,3	12,8	11,3	8,2	4,7	4,4	2,8
Hasta un año	26,8	11,0	9,0	4,2	2,4	-2,6	-5,4
De uno a cinco años	20,4	18,6	16,0	12,5	9,8	9,7	7,3
Más de cinco años	52,8	11,8	10,8	8,9	6,8	6,4	5,7
Hogares²⁾	45,3	3,9	2,8	0,9	0,1	-0,2	0,2
Crédito al consumo ³⁾	13,0	4,4	3,2	1,3	-0,3	-0,7	-0,7
Préstamos para adquisición de vivienda ³⁾	71,3	4,1	2,9	0,7	-0,2	-0,5	0,0
Otras finalidades	15,7	2,6	2,2	1,7	1,7	1,9	1,6
Empresas de seguros y fondos de pensiones	1,0	-6,6	-6,5	-5,8	-2,7	-3,0	-0,5
Otros intermediarios financieros no monetarios	9,5	22,3	14,5	7,6	1,1	-0,0	2,0

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.

incertidumbre a la que actualmente están sujetas las perspectivas de renta y del mercado de la vivienda, es probable que los hogares sigan actuando con cautela a la hora de tomar nuevos préstamos, pero los datos correspondientes a los últimos meses no indican que los préstamos a este sector sigan disminuyendo.

En cuanto a las demás contrapartidas de M3, la tasa de crecimiento interanual de los pasivos financieros a más largo plazo de las IFM (excluidos capital y reservas) aumentó en junio y se situó en el 3%, frente al 2,8% de mayo. Si se consideran sus subcomponentes, la tasa de crecimiento interanual de los depósitos a más largo plazo (esto es, los depósitos a plazo a más de dos años y los depósitos disponibles con preaviso a más de tres meses) volvió a experimentar un pronunciado incremento, debido, en gran parte, a que están mejor remunerados que los depósitos a corto plazo. La tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones a más de dos años de las IFM prácticamente no se modificó en junio. A diferencia de los valores distintos de acciones a corto plazo de las IFM, en líneas generales, los sectores tenedores de dinero han continuado adquiriendo estos valores a largo plazo en los últimos meses y, en junio, las entidades de crédito también lograron obtener financiación a largo plazo de instituciones no bancarias recurriendo a este instrumento. Al mismo tiempo, la emisión neta de este tipo de valores a largo plazo por parte de las entidades de crédito superó las adquisiciones de los sectores tenedores de dinero, ya que las IFM también incrementaron sus tenencias de estos instrumentos.

La tasa de crecimiento interanual del capital y las reservas se incrementó hasta el 11,1% en junio, frente al 10,8% de mayo, como consecuencia de las entradas registradas en estos instrumentos en junio.

Si se considera la evolución de los activos y los pasivos exteriores del sector de las IFM frente a no residentes, en junio se registraron elevados flujos de entrada en ambos lados del balance. En el activo, se observaron fuertes incrementos en los préstamos, mientras que en el pasivo se produjo un aumento incluso mayor en los depósitos. En consecuencia, la posición acreedora neta frente al exterior, que es la contrapartida de M3, registró salidas mensuales reducidas. En términos interanuales, las entradas observadas en la citada posición volvieron a ascender y se situaron en 104 mm de euros en junio, frente a 81 mm de euros en los doce meses transcurridos hasta mayo.

En resumen, los datos monetarios de junio confirman la desaceleración de M3 y de los préstamos, lo que es indicativo de una disminución de la tasa de crecimiento monetario subyacente. La persistente moderación de la dinámica de los préstamos al sector privado no financiero probablemente se deba al hecho de que sigue existiendo un elevado grado de incertidumbre en torno a las perspectivas de la actividad económica, de renta y del mercado de la vivienda. Los datos de las IFM también sugieren que en junio no se produjeron nuevos desalancamientos. Ciertamente, los activos totales mantenidos por las IFM aumentaron ese mes, tras cuatro meses de flujos negativos, como consecuencia de los incrementos observados en las principales categorías de activos.

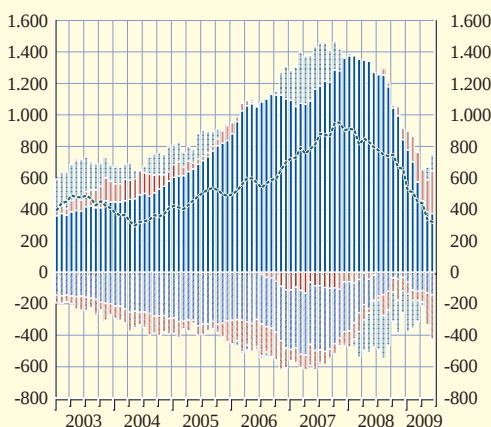
2.2 EMISIONES DE VALORES

Al igual que en meses anteriores, en mayo del 2009, la tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro se mantuvo en un nivel elevado. El crecimiento de la emisión de este tipo de valores por parte de las sociedades no financieras y las Administraciones Públicas continuó con el fuerte impulso observado desde principios del 2009. La tasa de crecimiento interanual de la emisión de acciones cotizadas volvió a ascender moderadamente, como consecuencia fundamentalmente de los esfuerzos de las IFM de la zona del euro por obtener capital mediante la emisión de acciones, y se vio favorecida por la mejora observada en los mercados bursátiles.

Gráfico 6 Contrapartidas de M3

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

- Crédito al sector privado (1)
- Crédito a las AAPP (2)
- Activos exteriores netos (3)
- Pasivos financieros a más largo plazo (excluidos capital y reservas) (4)
- Otras contrapartidas (incluidos capital y reservas) (5)
- M3



Fuente: BCE.

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

Recuadro 2

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

En este recuadro se presentan los principales resultados de la encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro de julio del 2009 que el Eurosistema realiza trimestralmente¹. En el segundo trimestre del 2009, el porcentaje neto de entidades de crédito participantes en la encuesta que señaló que se había producido un endurecimiento de los criterios aplicados para la aprobación de préstamos y líneas de crédito a empresas se redujo a la mitad y se situó en el 21%, frente al 43% del primer trimestre del 2009. Cabe observar que el grado de endurecimiento fue inferior al elevado nivel registrado en el tercero y cuarto trimestres del 2008². Esta evolu-

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

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

ción confirma que, en la encuesta de abril, se produjo un punto de inflexión en el ciclo de endurecimiento. No obstante, el grado de endurecimiento neto de los criterios acumulado en los últimos trimestres todavía es significativo, en un contexto en que los flujos netos de crédito son moderados o, incluso, negativos. Todos los factores contribuyeron al menor endurecimiento neto de los criterios aplicados, pero especialmente los de oferta, como el acceso de las entidades a la financiación en los mercados y su situación de liquidez. Las entidades participantes en la encuesta también indicaron que el endurecimiento neto de los criterios aplicados a los préstamos a hogares para adquisición de vivienda y al crédito al consumo había disminuido, hasta el 22% (frente al 28% del primer trimestre) y el 21% (frente al 26% del primer trimestre), respectivamente, en el segundo trimestre del 2009, así como con respecto a los máximos históricos registrados en el cuarto trimestre del 2008. Para el tercer trimestre del 2009, las entidades esperaban un nuevo descenso del endurecimiento neto en las tres modalidades de préstamo. En cuanto a la demanda, las entidades indicaron que la demanda neta de préstamos a empresas siguió descendiendo, pero en menor medida que en el primer trimestre, mientras que la demanda neta de préstamos para adquisición de vivienda pasó a ser ligeramente positiva en el segundo trimestre³.

Al igual que en ocasiones anteriores, en esta encuesta se incluyeron una serie de preguntas ad hoc relativas fundamentalmente al efecto de las turbulencias financieras sobre los criterios de aprobación del crédito y sobre la política crediticia de las entidades (véase la última sección de este recuadro).

Préstamos o líneas de crédito a empresas

Criterios de aprobación del crédito: En el segundo trimestre del 2009, el porcentaje neto de entidades que señaló que se había producido un endurecimiento de los criterios de aprobación de los préstamos a empresas se redujo a la mitad y se situó en el 21%, frente al 43% del primer trimestre del 2009 (véase gráfico A), notablemente por debajo del elevado nivel registrado en el tercero y cuarto trimestres del 2008 (el 64%). Esta evolución confirma que se produjo un punto de inflexión en el ciclo de endurecimiento observado en la encuesta de abril, aunque el endurecimiento neto acumulado en los últimos trimestres todavía es significativo. Todos los factores contribuyeron al menor endurecimiento neto de los criterios aplicados, pero particularmente los de oferta, como el acceso de las entidades a la financiación en los mercados (el 7%, frente al 19% del primer trimestre) y la situación de liquidez de las entidades (el -2%, frente al 14% del primer trimestre). Los factores que más han contribuido al endurecimiento neto de los criterios aplicados a los préstamos a empresas continuaron siendo las expectativas relativas a la actividad económica en general (el 46%, frente al 55% del trimestre anterior) y las perspectivas relativas a sectores o a sociedades concretas (el 47%, frente al 59%), aunque el endurecimiento neto atribuible a estos factores también disminuyó considerablemente en el segundo trimestre del 2009.

En cuanto a las condiciones establecidas para la concesión de préstamos a empresas, las entidades indicaron que se había producido un nuevo endurecimiento de dichas condiciones, en términos netos, en el segundo trimestre del 2009, aunque este habría disminuido con respecto al período anterior. En particular, el endurecimiento neto de los márgenes aplicados a los préstamos ordinarios se redujo sustancialmente, hasta el 35%, frente al 58% del primer trimestre del 2009, alcanzando su nivel más reducido desde el tercer trimestre del 2007 (véase gráfico B). En general, el grado de endurecimiento neto fue menor para las condiciones no relacionadas con el precio que para las asociadas al precio.

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

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

(en porcentaje neto)

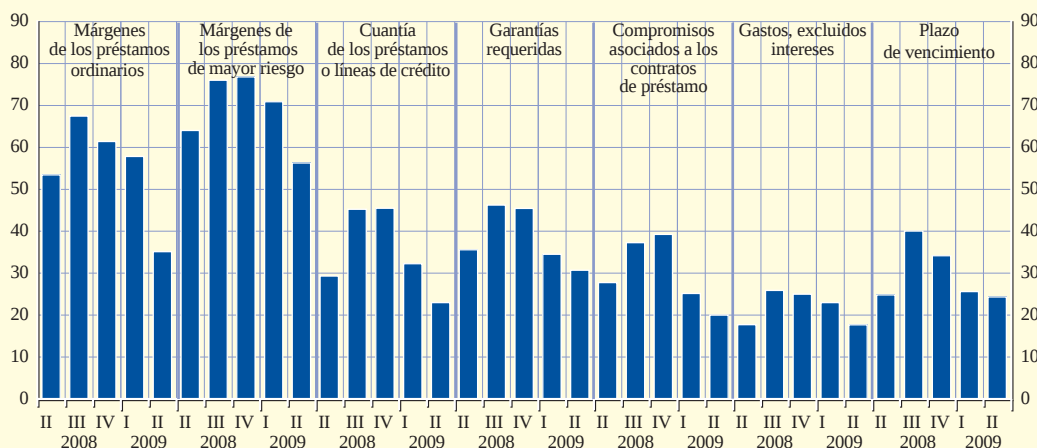


Notas: En el panel (a) el porcentaje neto se refiere a la diferencia entre la suma de los porcentajes correspondientes a las respuestas «se han endurecido considerablemente» y «se han endurecido en cierta medida», y la suma de los porcentajes correspondientes a las respuestas «se han relajado en cierta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

La disminución del endurecimiento neto de los criterios aplicados a los préstamos a empresas se reflejó tanto en los préstamos a grandes empresas como a pequeñas y medianas empresas (PYME). Al igual que en la mayor parte de las encuestas anteriores, en el segundo trimestre del 2009, el endurecimiento neto de los criterios aplicados fue algo más intenso para los préstamos a grandes empresas (el 25%, frente al 48% del primer trimestre del 2009) que para los préstamos a PYME (el 21%, frente al 42% del trimestre anterior). Tanto los costes de financiación y disponibilidad de fondos como la percepción de riesgos de las entidades (principalmente las expectativas relativas a la actividad económica en general y las perspectivas relativas a sectores o a sociedades concretas) contribuyeron considerablemente a la moderación del endurecimiento neto de los criterios aplicados a los préstamos a grandes empresas y a PYME. Al mismo tiempo, las expectativas relativas a la actividad económica en general y las perspectivas relativas a sectores o a sociedades concretas continuaron siendo los factores que más contribuyeron al endurecimiento neto de los criterios aplicados a los préstamos a grandes empresas y a PYME. Los costes relacionados con el nivel de capital de las entidades siguieron desempeñando un papel ligeramente más importante en el endurecimiento neto de los criterios en el caso de las grandes empresas que en el de las PYME. Al mismo tiempo, las grandes empresas se han beneficiado algo más que las PYME de la mejora de la situación de liquidez de las entidades de crédito (en el sentido de que esta mejora contribuyó a la relajación de los criterios aplicados a los préstamos a grandes empresas). El menor endurecimiento neto de los préstamos a empresas observado en el segundo trimestre del 2009 también quedó reflejado en las condiciones aplicadas tanto a los préstamos a grandes empresas como a PYME. En general, el grado de endurecimiento neto de las condiciones fue mayor para las grandes empresas que para las PYME.

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

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



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

Las expectativas en relación con los criterios para la aprobación de préstamos y líneas de crédito a empresas en el tercer trimestre del 2009 apuntan a una nueva disminución del endurecimiento neto (el 12%; véase gráfico A).

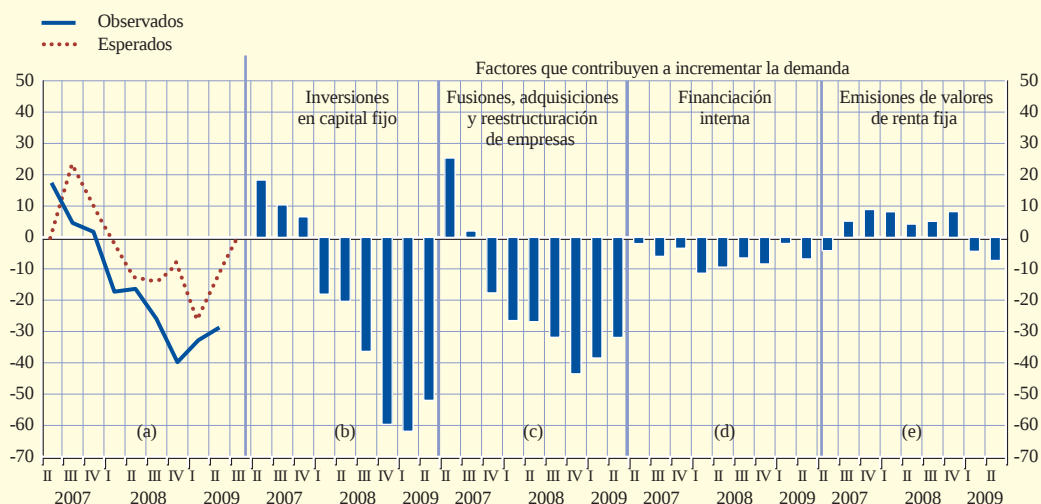
Demanda de préstamos: Según las entidades participantes en la encuesta, la demanda neta de préstamos a empresas continuó descendiendo en el segundo trimestre del 2009, registrando un porcentaje neto del -29% (frente al -33% del primer trimestre; véase gráfico C). La caída de la demanda neta estuvo determinada por la acusada disminución de las necesidades de financiación para inversiones en capital fijo (el -52%, frente al -62% del primer trimestre) y para fusiones, adquisiciones y reestructuraciones de empresas (el -32%, frente al -39% del trimestre anterior). Con respecto al recurso a modalidades de financiación alternativas, aunque los préstamos de otras entidades de crédito y de instituciones no bancarias respaldaron la demanda neta de préstamos de las empresas, la contribución de la financiación interna a dicha demanda fue ligeramente negativa. La emisión de valores de renta fija y de acciones también contribuyó negativamente a la demanda neta, siendo este efecto algo mayor que en el primer trimestre. Esto puede deberse a las mejores condiciones en los mercados para la emisión de valores de renta fija y de acciones en el segundo trimestre del 2009.

En términos del tamaño de los prestatarios, según el indicador de difusión⁴, tanto las grandes empresas como las PYME contribuyeron a que la demanda neta de préstamos fuera algo menos negativa. En cuanto a los plazos de vencimiento, la demanda neta de préstamos a largo plazo por parte de las empresas fue considerablemente menos negativa en el segundo trimestre, mientras que la demanda neta de préstamos a corto plazo siguió disminuyendo.

4 El indicador de difusión se define como el porcentaje neto ponderado en función de la intensidad de la respuesta, concediendo a las entidades prestamistas que han respondido «se han endurecido considerablemente» una ponderación que es el doble (puntuación de 1) que a las que han contestado «se han endurecido en cierta medida» (puntuación de 0,5).

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

(en porcentaje neto)



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

Para el tercer trimestre del 2009, se espera que la demanda neta de préstamos a empresas pase a ser positiva (el 1%) por primera vez desde el último trimestre del 2007 (véase gráfico C).

Préstamos a hogares para adquisición de vivienda

Criterios de aprobación del crédito: En el segundo trimestre del 2009, el porcentaje neto de entidades que señaló que los criterios aplicados para la aprobación de préstamos a hogares para adquisición de vivienda se habían endurecido volvió a descender, hasta el 22% (véase gráfico D), frente al 28% del primer trimestre del 2009, así como con respecto al máximo histórico registrado en el cuarto trimestre del 2008 (el 41%). Las expectativas relativas a la actividad económica en general (el 29%, frente al 40% del primer trimestre) y las perspectivas del mercado de la vivienda (el 22%, frente al 33% del trimestre anterior) continuaron siendo los factores que más contribuyeron al endurecimiento neto de los criterios. A diferencia de lo ocurrido en los préstamos a empresas, en este caso, los costes de financiación y disponibilidad de fondos de las entidades de crédito favorecieron un endurecimiento observado en los criterios aplicados a los préstamos para adquisición de vivienda en el segundo trimestre del 2009 ligeramente mayor (el 9%, frente al 7% del trimestre anterior).

En cuanto a las condiciones aplicadas a los préstamos para adquisición de vivienda, el endurecimiento neto de los márgenes se redujo considerablemente en el segundo trimestre, en particular para los préstamos ordinarios (el 10%, frente al 38%), pero también para los préstamos de mayor riesgo (el 35%, frente al 52% del primer trimestre). En cambio, el endurecimiento neto de las condiciones no relacionadas con el precio apenas se redujo en el segundo trimestre. En particular, el grado de endurecimiento neto de la relación entre el principal y el valor de la garantía se mantuvo constante, en un

nivel todavía relativamente elevado en términos históricos, el 25%. Del mismo modo, el endurecimiento neto de las garantías requeridas permaneció prácticamente invariable, en el 18% (frente al 19% del trimestre anterior).

De cara al tercer trimestre del 2009, se espera que los criterios aplicados a los préstamos para adquisición de vivienda se endurezcan algo menos (el 12%; véase gráfico D).

Demanda de préstamos: La demanda neta de préstamos para adquisición de vivienda pasó a ser positiva en el segundo trimestre del 2009 (el 4%, frente al -30% del primer trimestre; véase gráfico E) por primera vez desde el segundo trimestre del 2006, cuando la tasa de crecimiento interanual de esta modalidad de préstamo comenzó a moderarse. El aumento de la demanda neta de préstamos para adquisición de vivienda estuvo impulsado, en particular, por una valoración considerablemente menos negativa de las perspectivas del mercado de la vivienda y de la confianza de los consumidores, en comparación con el primer trimestre. Para el tercer trimestre del 2009, se espera un descenso de la demanda neta de estos préstamos (el -7%).

Crédito al consumo y otros préstamos a hogares

Criterios de aprobación del crédito: En el segundo trimestre del 2009, el porcentaje neto de entidades que señaló que se había producido un endurecimiento de los criterios aplicados al crédito al consumo y otros préstamos a hogares volvió a descender, hasta el 21% (véase gráfico F), frente al 26% del primer trimestre, así como con respecto al máximo histórico del 42% observado en el cuarto trimestre del 2008. El principal factor determinante del endurecimiento neto fue la percepción del riesgo de las entidades, principalmente en relación con las expectativas relativas a la actividad económica en general y la solvencia de los consumidores. En cuanto a las condiciones aplicadas al crédito al consumo y otros préstamos a hogares, las entidades continuaron elevando los márgenes aplicados tanto a los préstamos ordinarios como a los de mayor riesgo, pero sustancialmente menos que en el primer trimestre.

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

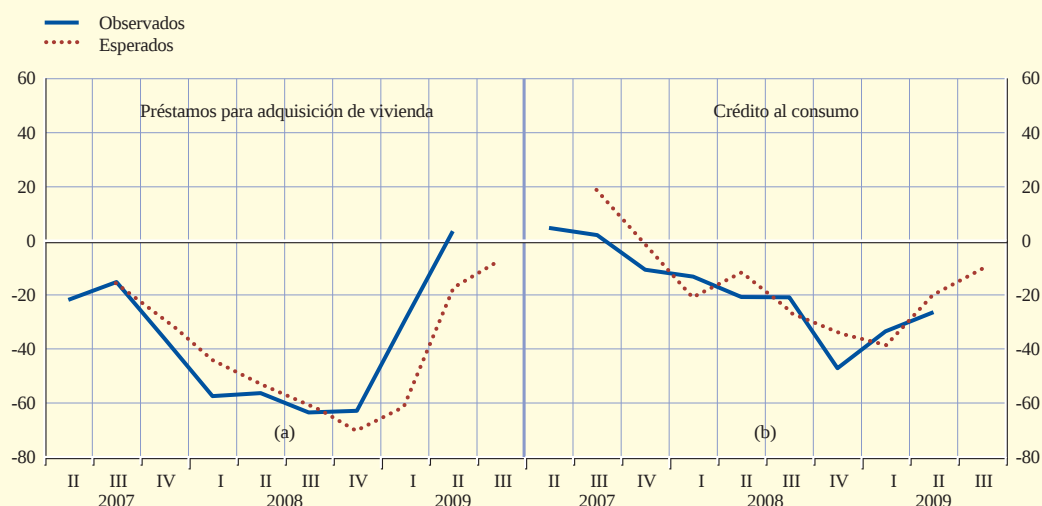
(en porcentaje neto)



Nota: Véanse las notas del gráfico A.

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

(en porcentaje neto)



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

Para el tercer trimestre del 2009, se espera que el endurecimiento neto de los criterios aplicados al crédito al consumo y otros préstamos a hogares siga disminuyendo, hasta el 15% (véase gráfico F).

Demanda de préstamos: En el segundo trimestre del 2009, la demanda neta de crédito al consumo y otros préstamos a hogares continuó siendo negativa, aunque algo menos que en el trimestre precedente (el -26%, frente al -34% del trimestre anterior; véase gráfico E). Los dos factores que más contribuyeron a la moderación de la demanda siguieron siendo la confianza de los consumidores y el menor gasto en bienes de consumo duradero.

Para el tercer trimestre del 2009, se espera que la demanda neta de crédito al consumo y otros préstamos a hogares sea menos negativa (el -10%).

Preguntas ad hoc sobre las turbulencias en los mercados financieros

En consonancia con encuestas anteriores, en la encuesta de julio del 2009 se planteó una serie de preguntas ad hoc con el objeto de conocer el impacto de las tensiones registradas en los mercados financieros desde mediados del 2007, añadiéndose una pregunta sobre los efectos de la nueva regulación de capital basada en Basilea II sobre los criterios aplicados por las entidades para la aprobación del crédito.

Las entidades participantes en la encuesta señalaron que, en el segundo trimestre del 2009, el acceso a la financiación en los mercados mayoristas había planteado menos dificultades que en el primer trimestre en la mayor parte de los mercados y categorías que se muestran en el gráfico G. En el caso del mercado monetario, en particular del mercado monetario a muy corto plazo, menos del 50% de

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

(en porcentaje neto)



Nota: Véanse las notas del gráfico A.

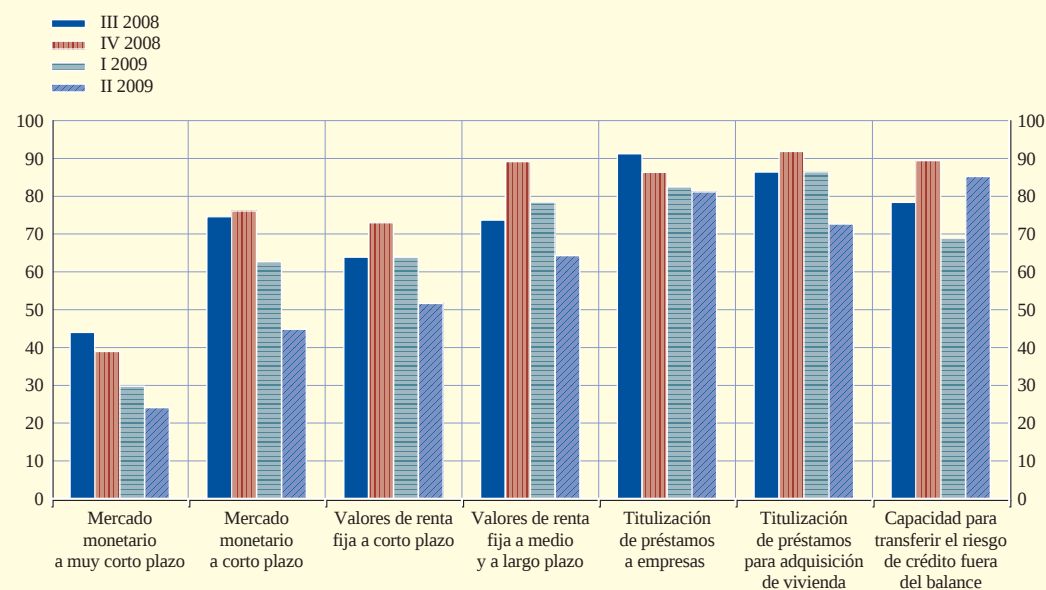
las entidades participantes en la encuesta indicó que el acceso a este mercado se había visto dificultado como consecuencia de las turbulencias financieras. Aunque el porcentaje de entidades que señaló dificultades en el acceso a los mercados de valores de renta fija a corto plazo y a medio y largo plazo fue más elevado (el 52% y el 64%, respectivamente), dicho porcentaje fue considerablemente inferior al registrado en el primer trimestre. Con respecto al acceso a los mercados de titulización fuera de balance o real, se señaló cierta mejora en lo que respecta a los préstamos para adquisición de vivienda, pero apenas se observaron cambios en relación con los préstamos a empresas. Según el 70%-85% de las entidades participantes, el acceso a la titulización había seguido planteando dificultades. Para los tres próximos meses, las entidades esperan que el acceso a los mercados monetarios y de valores de renta fija siga mejorando, pero también que las dificultades de acceso a los mercados de titulización prácticamente no se modifiquen en relación con el segundo trimestre del 2009.

Según las entidades participantes, el acceso a la financiación en los mercados mayoristas ha mejorado debido, en parte, a las medidas anunciadas e introducidas por los Gobiernos de apoyo a la recapitalización y avales públicos para valores de renta fija emitidos por entidades de crédito. El 60% de las entidades (frente a aproximadamente el 50% en el primer trimestre) indicó que los planes de apoyo de los Gobiernos habían causado «cierto» impacto o un impacto «considerable» en su acceso a la financiación en el segundo trimestre del 2009. Para los tres próximos meses esperan que el impacto de dichos planes sobre su acceso a la financiación en los mercados mayoristas se mantenga estable.

En consonancia con la mejora registrada en el acceso a los mercados monetarios y de valores de renta fija, las entidades participantes en la encuesta señalaron que el impacto sobre los préstamos bancarios, en lo que respecta a los márgenes aplicados y, en particular, a la cantidad de préstamos otorgados, derivado de las mayores dificultades de acceso a estos mercados, disminuyó en el segundo trimestre del 2009. Este impacto continuó siendo más intenso sobre los márgenes que sobre la

Gráfico G Acceso a la financiación en los mercados al por mayor

(en porcentaje)



Notas: Las cifras indican el porcentaje de entidades que han señalado que el acceso a determinadas fuentes de financiación mayorista se ha dificultado. La cifra que figura en cada columna se calcula como el número de entidades que ha indicado esa fuente de financiación concreta en porcentaje del número de entidades que no han respondido «no aplicable» a esta pregunta. Estas cifras totales son medias ponderadas de los resultados por países.

cantidad de préstamos concedidos. Para los tres próximos meses, las entidades indicaron que esperan un impacto similar sobre su disposición a prestar fondos y sobre sus márgenes, como consecuencia de las dificultades todavía existentes para acceder a la financiación en los mercados monetarios, de valores de renta fija y de titulización, en comparación con el impacto observado en los tres meses precedentes.

Por último, se planteó una pregunta ad hoc nueva, indagando hasta qué punto la introducción de la nueva regulación de capital basada en Basilea II (Directiva de Requerimientos de Capital; DRC), más sensible al riesgo, ha influido sobre la política crediticia de las entidades, desde el primer trimestre del 2008, a través de sus posibles efectos en el nivel de capital de las entidades. La DRC empezó a aplicarse a partir de enero del 2007 y las entidades de crédito de la UE comenzaron a presentar información sobre las ratios de capital, basada en dicha Directiva, a partir de enero del 2008. Según la mayor parte de las entidades participantes en la encuesta, la entrada en vigor de la DRC prácticamente no ha causado ningún impacto sobre los criterios aplicados a los préstamos a empresas y a hogares desde el primer trimestre del 2008. No obstante, el impacto ha sido algo mayor para los préstamos a empresas que para los préstamos a hogares. En el segmento de préstamos a empresas, las grandes empresas resultaron algo más afectadas que las PYME.

VALORES DISTINTOS DE ACCIONES

La tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro se mantuvo en un nivel elevado en mayo del 2009 y se situó en el 12%, frente al 12,1% de abril (véase cuadro 3). Aunque la tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones a corto plazo emitidos se redujo 3,1 puntos porcentuales en mayo del 2009 (hasta el 22,7%), en comparación con el mes precedente, la de la emisión de este tipo de valores a largo plazo registró un moderado aumento en ese mismo período, de 0,3 puntos porcentuales (hasta el 10,6%). La emisión de valores distintos de acciones a largo plazo a tipo de interés fijo es superior a la de los valores a largo plazo a tipo variable, aunque estos últimos han adquirido mayor popularidad en los años recientes. No obstante, tras un período de intensa actividad emisora neta de valores distintos de acciones a largo plazo a tipo de interés variable a finales del 2008, los participantes en el mercado han vuelto a favorecer la emisión de valores a largo plazo y a tipo fijo, reflejando posiblemente un aumento de la inclinación de la pendiente de la curva de rendimientos. De este modo, la tasa de crecimiento interanual de la emisión de valores a largo plazo y a tipo de interés fijo se incrementó desde el 8,4% de abril del 2009 hasta el 9,2% de mayo del 2009, mientras que la correspondiente a estos valores a tipo variable se redujo hasta situarse en el 14,2% ese mes, frente al 15,7% del mes anterior.

Las tendencias a corto plazo pueden observarse mejor a partir de tasas de crecimiento semestrales anualizadas y desestacionalizadas. Estas apuntan a una ligera moderación del intenso crecimiento de la emisión total de valores distintos de acciones, que fue del 13,5% en mayo del 2009. Este descenso, de unos 2 puntos porcentuales con respecto al mes anterior, fue causado fundamentalmente por la desaceleración del crecimiento de este tipo de valores a corto plazo (véase gráfico 7).

En cuanto a las sociedades no financieras, la tasa de crecimiento interanual de la emisión de valores distintos de acciones no se modificó y fue del 9,9% en mayo del 2009. De igual modo, la tasa de crecimiento semestral anualizada de la emisión de este tipo de valores se mantuvo en el 16,3%, el nivel más elevado observado desde el verano del 2003. La emisión de valores distintos de acciones por parte de las sociedades no financieras siguió estando dominada por los valores a largo plazo a tipo de interés fijo, cuya tasa de crecimiento interanual se elevó hasta situarse en el 21,9% en mayo del 2009, frente

Cuadro 3 Valores emitidos por residentes en la zona del euro

Sector emisor	Saldo vivo (mm de euros) 2009 Mayo	Tasas de crecimiento interanual ¹⁾					
		2008 II	2008 III	2008 IV	2009 I	2009 Abr	2009 May
Valores distintos de acciones	13.927	6,9	7,3	7,8	10,6	12,1	12,0
IFM	5.455	7,8	8,2	5,7	5,9	6,4	5,5
Instituciones financieras no monetarias	2.043	21,4	22,9	23,5	29,3	30,4	29,4
Sociedades no financieras	741	5,9	4,1	5,0	7,6	9,9	9,9
Administraciones Públicas	5.687	2,2	2,4	5,6	10,2	12,5	13,6
De las cuales:							
Administración Central	5.338	2,3	2,4	5,8	10,5	12,6	13,9
Otras Administraciones Públicas	349	1,3	3,0	2,9	5,9	10,6	9,4
Acciones cotizadas:	3.580	0,9	0,6	0,8	1,2	1,7	2,0
IFM	455	1,5	2,8	4,9	7,2	8,2	8,9
Instituciones financieras no monetarias	255	2,4	2,6	2,6	3,2	3,4	3,2
Sociedades no financieras	2.871	0,6	0,0	-0,1	0,0	0,5	0,8

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».

al 19,9% del mes anterior. Esta evolución puede compararse con una tasa de crecimiento interanual del -2,1% de la emisión de valores distintos de acciones a largo plazo a tipo de interés variable y del -21,3% para los valores a corto plazo a tipo variable en mayo del 2009. Este fuerte ritmo de emisión de valores distintos de acciones a largo plazo a tipo de interés fijo puede reflejar algunos efectos de la 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 del Eurosistema. El hecho de que las operaciones de fusión y adquisición, que tradicionalmente han sido una de los principales impulsoras de la emisión de este tipo de valores por parte de las empresas, se mantengan en niveles moderados, también confirma, en cierta medida, la valoración de que la financiación mediante deuda está sustituyendo a la financiación bancaria, al menos en lo que respecta a empresas más grandes que pueden recurrir a los mercados de renta fija para obtener financiación. Por otra parte, datos recientes apuntan a un mayor recurso a la emisión de valores distintos de acciones por parte de todas las categorías de calificación crediticia y de todos los sectores, principalmente de emisores con calificaciones crediticias de menor calidad y 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 redujo ligeramente y se situó en el 5,5% en mayo del 2009, tras el repunte observado en los primeros meses del 2009 en el contexto de los avales públicos otorgados a la emisión de bonos bancarios. Aunque la emisión de valores distintos de acciones a largo plazo a tipo de interés fijo por parte de las IFM se mantuvo en niveles elevados en mayo del 2009, se observaron descensos considerables en las tasas de crecimiento de los valores distintos de acciones a corto plazo y de los valores a largo plazo a tipo de interés variable. La tasa de crecimiento semestral anualizada y desestacionalizada de la emisión de valores distintos de acciones por las IFM disminuyó 0,4 puntos porcentuales y se situó en el 6% en mayo del 2009, lo que, por un lado, ocultó un fuerte descenso de la emisión de valores distintos de acciones a corto plazo (hasta el 6,3% desde el 11,7% del mes precedente) y, por otro, un incremento de la emisión de valores distintos de acciones a largo plazo (hasta el 5,9% frente al 5,3% del mes anterior).

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 29,4% en mayo del 2009, en comparación con el 30,4% de abril del 2009. No obstante, este sector continuó siendo, con diferencia, el que mayor crecimiento registró entre todos los sectores que integran la emisión total de valores distintos de acciones, y la tasa de crecimiento semestral anualizada y desestacionalizada siguió aumentando, reflejando la considerable actividad en curso de titulaciones retenidas. Las emisiones de las instituciones financieras no monetarias continuaron centrándose en los valores a largo plazo, en particular a tipos de interés variables.

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

(tasas de crecimiento semestrales anualizadas desestacionalizadas)



Fuente: BCE.

La tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por las Administraciones Públicas se mantuvo elevada y aumentó hasta el 13,6% en mayo del 2009, bastante por encima de la tasa media, en torno al 4%, registrada desde 1999. Sin embargo, la tasa de crecimiento semestral anualizada y desestacionalizada de los valores distintos de acciones emitidos por este sector se redujo 2,2 puntos porcentuales y fue del 15,3% en mayo del 2009. En general, el elevado nivel de emisiones refleja las considerables necesidades de financiación de los Gobiernos de la zona del euro.

ACCIONES COTIZADAS

La tasa de crecimiento interanual de las acciones cotizadas emitidas por residentes en la zona del euro continuó aumentando con moderación, en general, y fue del 2% en mayo del 2009 (véase gráfico 8). Aunque casi todos los sectores contribuyeron a este incremento, la tasa de crecimiento interanual de la emisión de acciones por parte de las IFM siguió siendo particularmente elevada (el 8,9%), reflejando los esfuerzos de muchas entidades de crédito de la zona del euro por sanear sus balances reforzando sus bases de capital. Además, la tasa de crecimiento interanual de las acciones cotizadas emitidas por las sociedades no financieras se elevó hasta el 0,8% en mayo del 2009, posiblemente impulsada por la evolución positiva de los mercados bursátiles en los últimos meses.

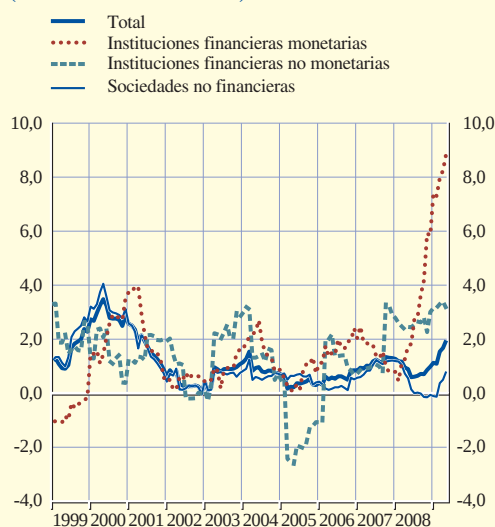
2.3 TIPOS DE INTERÉS DEL MERCADO MONETARIO

En general, tanto los tipos de interés sin garantías como los tipos con garantías del mercado monetario experimentaron un descenso en julio del 2009. El diferencial entre los tipos a tres meses sin garantías y los tipos con garantías al mismo plazo también se redujo durante ese período, ya que los tipos sin garantías cayeron de forma más acusada que los tipos con garantías. El Eurosistema continuó proporcionando abundante liquidez al sistema financiero en julio, 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. Además, en julio, el Eurosistema comenzó a realizar adquisiciones directas de instrumentos de renta fija tipo Pfandbrief (bonos garantizados) en el contexto de su programa de adquisiciones de bonos garantizados acordado en junio.

Los tipos de interés del mercado monetario sin garantías descendieron en julio del 2009. El 5 de agosto, los tipos EURIBOR a un mes, a tres meses, a seis meses y a doce meses se situaban en el 0,523%, el 0,884%, el 1,133% y el 1,345%, respectivamente, esto es, 22, 20, 17 y 15 puntos básicos por debajo de los niveles observados el 1 de julio. Este descenso fue algo más pronunciado para 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 82 puntos básicos el 5 de agosto, en comparación con 76 puntos básicos el 1 de julio (véase gráfico 9).

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

(tasas de crecimiento interanual)



Fuente: BCE.

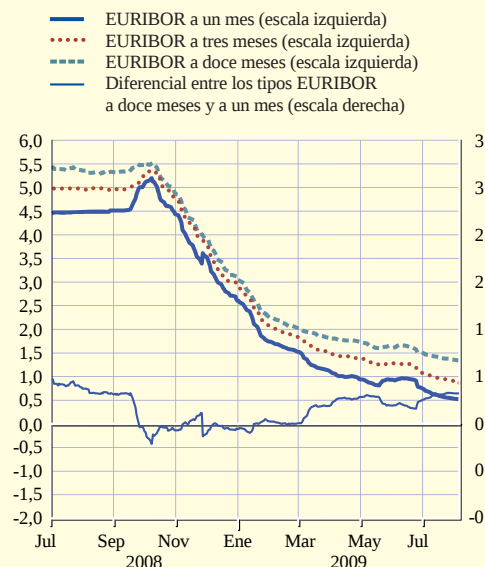
Nota: Las tasas de crecimiento se calculan a partir de las operaciones financieras.

Los tipos *swap* del EONIA disminuyeron, en general, en julio, aunque a un ritmo más lento que los tipos de interés del mercado monetario sin garantías. En consecuencia, los diferenciales entre los tipos EURIBOR y los tipos *swap* del EONIA también registraron un descenso ese mes. En el caso de los tipos de interés a tres meses, este diferencial se redujo ligeramente, de 49 puntos básicos, el 1 de julio, a 42 puntos básicos, el 5 de agosto, un nivel observado por última vez en marzo del 2008. Por consiguiente, se situó en niveles sustancialmente por debajo de los observados en el período posterior a la intensificación de las turbulencias financieras en septiembre del 2008.

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 también experimentaron un ligero descenso, y el 5 de agosto se situaban en el 0,875%, el 1,060% y el 1,285%, 16 y 10 puntos básicos por debajo y 1 punto básico por encima de los niveles registrados el 1 de julio, respectivamente.

Gráfico 9 Tipos de interés del mercado monetario

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



Fuentes: BCE y Reuters.

El EONIA fue relativamente estable en julio y se situó en niveles ligeramente por debajo del 0,4%. La única excepción se produjo el 7 de julio, último día del sexto período de mantenimiento de reservas del año, cuando el EONIA se elevó hasta alcanzar el 0,476%, como consecuencia de la operación de ajuste realizada por el Eurosistema en la que se absorbieron 276 mm de euros en una operación a tipo de interés variable con un tipo máximo de puja del 1%, un tipo marginal del 0,8% y un tipo medio ponderado del 0,64%. El comportamiento del EONIA es acorde con la existencia de un exceso de liquidez muy elevado tras la adjudicación, el 24 de junio, de un volumen de liquidez muy elevado en la primera operación de financiación a plazo más largo (OFPML) a un año con tipo de interés fijo y adjudicación plena (para más detalles, véase el recuadro 3), y también refleja la decisión del Consejo de Gobierno de no modificar los tipos de interés oficiales del BCE adoptada en su reunión del 2 de julio. El 5 de agosto, el EONIA se situó en el 0,343%, 66 puntos básicos por debajo del tipo de interés de las operaciones principales de financiación (OPF) y sólo 9 puntos básicos por encima del tipo de interés 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 sustancial en la estructura temporal de la liquidez debido a la OFPML a un año realizada el 24 de junio, ya que las entidades de contrapartida optaron por no renovar volúmenes significativos de financiación a una semana, a un mes, a tres meses y a seis meses con el Eurosistema. El 5 de agosto, las operaciones principales de financiación sólo representaban el 9% de la liquidez total existente, en comparación con el 50% el 23 de junio.

En las operaciones principales de financiación realizadas los días 7, 14, 21 y 28 de julio, el BCE adjudicó 106,4 mm de euros, 100,3 mm de euros, 88,3 mm de euros y 97,8 mm de euros, respectivamente, con lo que se adjudicaron 165,2 mm de euros, 286 mm de euros, 285,3 mm de euros y 269,1 mm de euros por encima de los respectivos importes de referencia.

En cuanto a las operaciones a plazo más largo, el BCE realizó tres OFPML especiales con vencimiento a uno, tres y seis meses, así como tres OFPML regulares. El BCE adjudicó 38,3 mm de euros en la OFPML especial con vencimiento a un mes del 7 de julio, y 3 mm de euros y 9 mm de euros, respectivamente, en las OFPML especiales con vencimiento a tres meses y a seis meses efectuadas el 8 de julio. En la OFPML regular realizada el 29 de julio, el BCE adjudicó 9,5 mm de euros. El drenaje neto de liquidez resultante de la disminución de los volúmenes de financiación en las OFPML en el período de mantenimiento que comenzó el 8 de julio fue de unos 48 mm de euros.

Como consecuencia del significativo descenso de los volúmenes de adjudicación en las OPF, el exceso de liquidez de los mercados monetarios de la zona del euro disminuyó gradualmente durante el mes. No obstante, 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. El exceso de liquidez se absorbió principalmente mediante el recurso a la facilidad de depósito, que alcanzó un volumen récord de 316 mm de euros diarios hacia el final del período de mantenimiento que terminó el 7 de julio, ligeramente por encima del máximo anterior registrado en enero. El recurso diario a la citada facilidad fue de 133,4 mm de euros al principio del período de mantenimiento que comenzó el 8 de julio, antes de aumentar de manera bastante constante posteriormente. El 5 de agosto, el recurso diario a la facilidad de depósito se situó en 225,9 mm de euros.

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 2, 9, 16, 23 y 30 de julio con diversos plazos de vencimiento. 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.

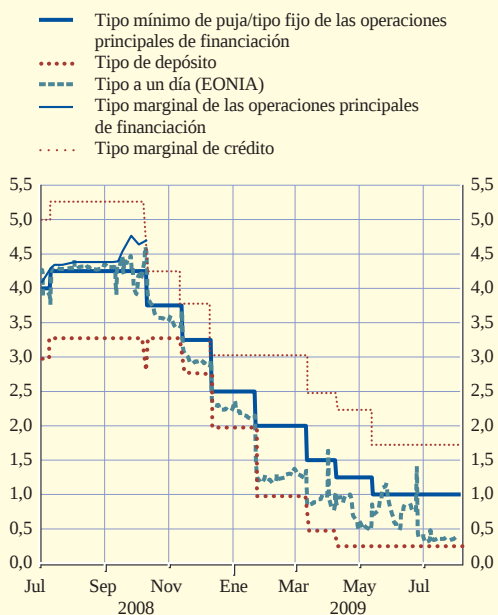
Por último, entre el 6 de julio y el 5 de agosto, los bancos centrales del Eurosistema adquirieron bonos garantizados admisibles por un importe nominal de 5 mm de euros.

2.4 MERCADOS DE RENTA FIJA

La evolución de los mercados de renta fija en julio fue reflejo, principalmente, de una mayor tolerancia al riesgo y de una valoración ligeramente más positiva de las perspectivas económicas. La mejora de la confianza de los inversores se tradujo también en los diferenciales entre la deuda pública de la zona del euro y los bonos alemanes. La volatilidad implícita de los mercados de renta fija volvió a disminuir en la zona del euro y aumentó levemente en Estados Unidos.

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

(en porcentaje; datos diarios)



Fuentes: BCE y Reuters.

Recuadro 3

IMPACTO DE LA PRIMERA OPERACIÓN DE FINANCIACIÓN A PLAZO MÁS LARGO CON VENCIMIENTO A UN AÑO

El 24 de junio de 2009, en el contexto de las medidas adoptadas en apoyo del crédito, el Eurosistema realizó su primera operación de financiación a plazo más largo con vencimiento a un año. Esta medida tiene por objeto mejorar la situación de liquidez de las entidades de crédito a un plazo más largo, impulsando una reducción adicional de los diferenciales de rendimientos a plazo en el mercado monetario y, al mismo tiempo, animar a las entidades a mantener e incrementar el crédito que se concede a la economía real. Esta medida es plenamente acorde con las adoptadas desde octubre del 2008, centradas fundamentalmente en las entidades de crédito, la principal fuente de crédito de la economía de la zona del euro. En la primera OFPML a un año, la liquidez proporcionada al sistema bancario de la zona del euro alcanzó un volumen de adjudicación récord, 442 mm de euros, a un tipo de interés fijo del 1%. Este importe excepcional representa aproximadamente el 1,4% de los activos totales de las entidades de crédito de la zona del euro a junio del 2009 y refleja fundamentalmente la demanda actual de las entidades de liquidez a plazos más largos. Dado que esta operación a un año ha contribuido a reducir el riesgo de liquidez que afrontan las entidades de crédito, cumple una de las condiciones necesarias para que las entidades incrementen su provisión de crédito.

La operación a un año generó un elevado superávit de liquidez en el momento de su adjudicación, lo que, a su vez, debería favorecer la expansión del crédito mediante la reducción de los riesgos de liquidez que afrontan las entidades de crédito. Tras registrar un máximo en enero del 2009, el superávit de liquidez de las entidades, es decir, la diferencia entre el volumen total de las operaciones vivas y las necesidades reales de liquidez del sistema (calculadas como la suma de los factores autónomos netos y las exigencias de reservas), casi desapareció en el primer semestre de este año, antes de volver a aumentar hasta alcanzar un nuevo máximo tras la operación a un año del 24 de junio. El hecho de que se haya proporcionado a las entidades de crédito elevados volúmenes de liquidez a un año a un tipo de interés favorable les permite acumular reservas de liquidez para hacer frente a posibles perturbaciones de carácter negativo sobre la liquidez durante el plazo de vencimiento de la operación. A su vez, esto contribuye a aumentar la confianza, incrementando con ello la disposición de las entidades de crédito a prestar fondos a la economía real.

El hecho de que esta reserva de liquidez se mantenga, en su mayor parte, en la facilidad de depósito, no afecta a su impacto de mejora de la confianza ante un aumento de los riesgos de liquidez. El recurso a la facilidad de depósito se vincula mecánicamente al superávit de liquidez, siempre que la facilidad de depósito se remunere a un tipo superior al 0%¹. Inmediatamente después de la operación, dada la duración de los procesos de aprobación de los créditos y el carácter retardado de las exigencias de reservas, las entidades de crédito depositaron el superávit de liquidez en la facilidad de depósito. El recurso a esta facilidad para acomodar las variaciones del superávit de liquidez es, por su naturaleza, mucho más inmediato que el proceso de iniciar una expansión del crédito. Incluso si las entidades utilizan estos fondos adicionales para incrementar el crédito a la economía real con rapidez, mientras estos fondos acaben en entidades ubicadas dentro del sistema bancario de la zona del euro, el superávit de liquidez se mantendrá y seguirá siendo necesario depositar los fondos diariamente en el Eurosistema. En cambio, a más largo plazo, cabe esperar que las entidades concedan

1 En lugar de recurrir a la facilidad de depósito, las entidades podrían colocar estos fondos en sus cuentas corrientes, con lo que cumplirían sus exigencias de reservas o incrementarían el exceso de reservas. Actualmente, los fondos colocados en la facilidad de depósito se remuneran a un tipo de interés del 0,25%, y los utilizados para cumplir las exigencias de reservas mínimas al tipo de las operaciones principales de financiación (actualmente el 1%). En cambio, el exceso de reservas en las cuentas de las entidades de crédito no se remunera.

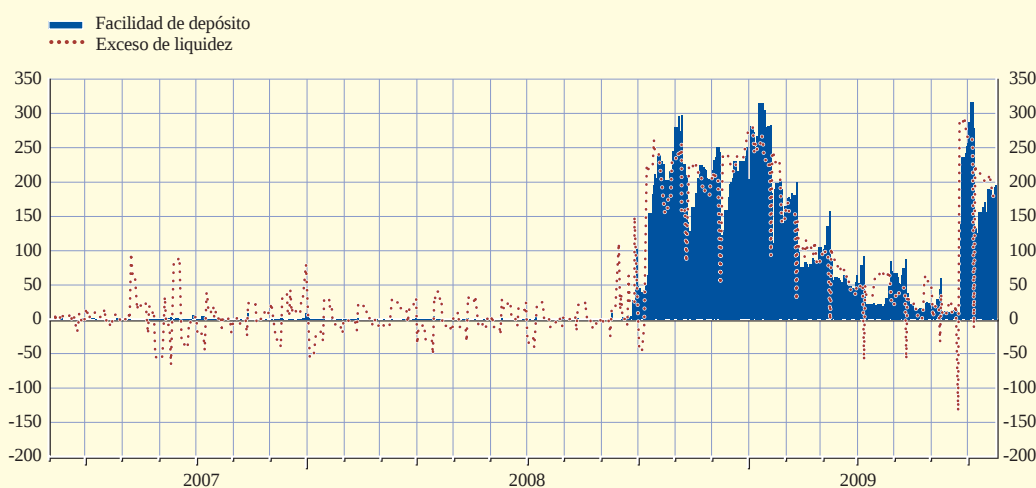
crédito a la economía y, al mismo tiempo, creen depósitos sujetos al cumplimiento de las exigencias de reservas. De este modo, la base de reservas aumentará gradualmente y, a igualdad de otros factores, provocará una disminución del superávit de liquidez. No obstante, esto depende de un amplio conjunto de determinantes económicos, así como de consideraciones relacionadas con el negocio de las entidades de crédito. Al igual que un aumento del crédito no necesariamente conlleva un menor recurso a la facilidad de depósito, una disminución de la utilización de este recurso no necesariamente se traduce en un incremento del crédito a las empresas y a los hogares, ya que puede reflejar otros ajustes de los niveles de liquidez de las entidades de crédito.

Por tanto, la evolución del balance de las entidades de crédito debe ser objeto de atento seguimiento, con el fin de obtener indicaciones sobre la forma en que se utiliza la liquidez facilitada por el Eurosistema. Hasta la fecha se ha observado que las cantidades depositadas en el Eurosistema a través de la facilidad de depósito han evolucionado de manera acorde con la magnitud del superávit de liquidez en el período posterior al desplome de Lehman Brothers, y han aumentado notablemente después de la operación a un año realizada en junio (véase gráfico).

En resumen, la predisposición de las entidades de crédito a prestar fondos a la economía real no depende del importe del superávit de liquidez sino, más bien, de la medida en que se produzca una reducción asociada del riesgo de liquidez, con unos mercados que tengan la seguridad de que se dispondrá de liquidez en abundancia durante el plazo de vencimiento de la operación en cuestión. En este sentido, la operación a un año realizada el 24 de junio debería contribuir a que las entidades concedan más préstamos a la economía real, pese al hecho de que, a nivel agregado, el exceso de liquidez generado mediante esta operación parezca, por el momento, haber sido absorbido diariamente por la facilidad de depósito.

Recurso a la facilidad de depósito y exceso de liquidez

(mm de euros)



Fuentes: BCE y cálculos del BCE.

Nota: El exceso de liquidez se calcula como la diferencia entre el volumen de las operaciones vivas de liquidez del Eurosistema y las necesidades de liquidez (medidas como la suma de los factores autónomos y las exigencias de reservas).

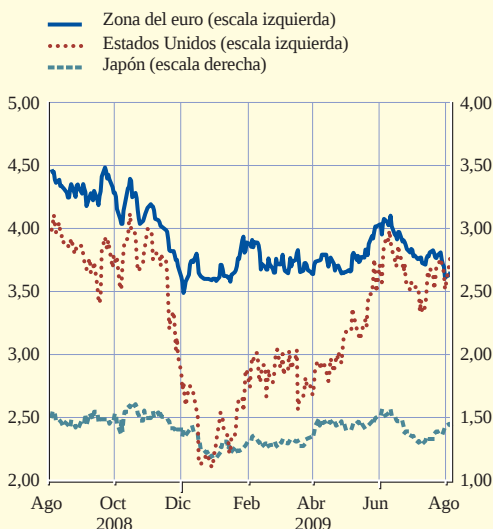
En la zona del euro, el rendimiento de la deuda pública a diez años se redujo unos 20 puntos básicos entre finales de junio y el 5 de agosto, fecha en la que situó en el 3,7%. En Estados Unidos, el rendimiento de los bonos a diez años se elevó unos 20 puntos básicos, hasta situarse en el 3,8% (véase 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 -10 puntos básicos. La evolución de los mercados de renta fija durante la mayor parte del mes de julio se caracterizó por una menor aversión al riesgo y una valoración más positiva de las perspectivas económicas. Al mismo tiempo, la mejor situación del mercado de renta fija de la zona del euro se reflejó también en la volatilidad implícita obtenida de las opciones sobre acciones, que siguió disminuyendo, hasta alcanzar niveles que no se registraban desde el verano del 2008. Por el contrario, la volatilidad implícita de los mercados de renta fija de Estados Unidos aumentó en julio, invirtiendo la tendencia descendente observada en junio.

En las dos primeras semanas de julio, el rendimiento de la deuda pública a largo plazo de la zona del euro descendió y los mercados de renta variable estuvieron sometidos a presiones a la baja. A mediados de julio la confianza de los inversores mejoró, al considerar los participantes en el mercado que la recesión económica y la crisis financiera podían haber tocado fondo. Sin embargo, hacia finales de mes, la publicación de algunos datos de la zona del euro, tales como el avance del IAPC, M3 y las tasas de utilización de la capacidad productiva, generó cierta presión a la baja sobre el rendimiento.

El patrón de rendimiento de los bonos estadounidenses en el mes de julio fue, en general, similar al de la zona del euro. Sin embargo en la última semana del mes la mayor tolerancia al riesgo que se venía observando en el mercado estadounidense se redujo, tras la publicación de datos contradictorios sobre la economía de Estados Unidos y ante la fuerte caída de los mercados de renta variable chinos (véase sección 2.6). Con todo, esta tendencia se invirtió rápidamente en los primeros días de

Gráfico 11 Rendimiento de la deuda pública a largo plazo

(en porcentaje; datos diarios)

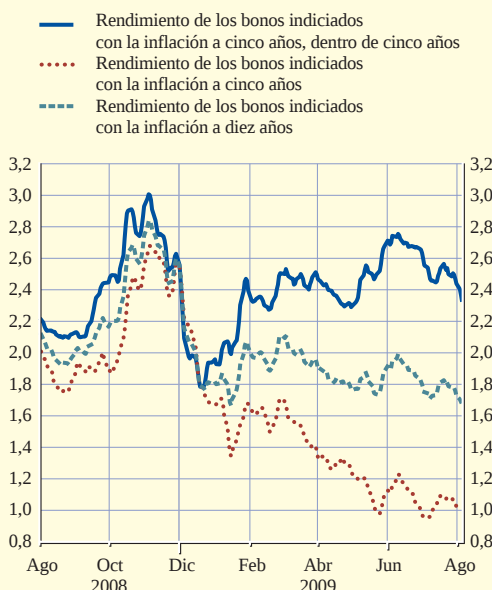


Fuentes: Bloomberg y Reuters.

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

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

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



Fuentes: Reuters y cálculos del BCE.

agosto y el rendimiento se situó finalmente unos 20 puntos básicos por encima del nivel de finales de junio.

El aumento de la tolerancia al riesgo favoreció también a las emisiones de deuda soberana de la zona del euro con calificación crediticia más baja, impulsando, por ejemplo, la demanda de bonos italianos y griegos. En consecuencia, los diferenciales de deuda pública a diez años con respecto a los bonos alemanes se estrecharon considerablemente en el transcurso de julio. Los diferenciales de deuda pública de Irlanda, Grecia y Portugal se estrecharon unos 70, 60 y 40 puntos básicos, respectivamente, entre finales de junio y el 5 de agosto. Los diferenciales de deuda pública a diez años de Francia y Países Bajos frente a los bonos alemanes volvieron a aproximarse a los niveles registrados antes de la quiebra de Lehman Brothers en septiembre del 2008.

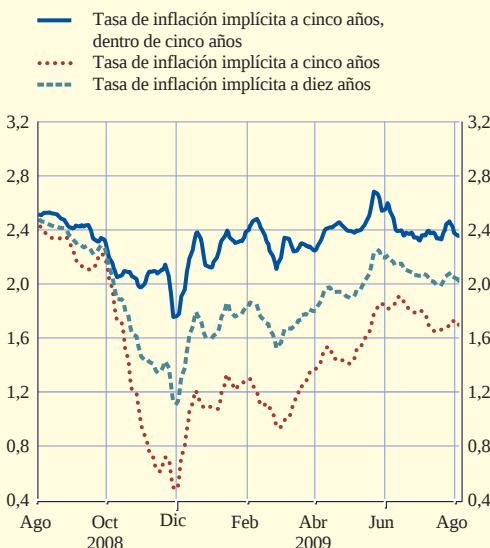
El rendimiento a cinco años de los bonos a largo plazo indicados con la inflación de la zona del euro se mantuvo prácticamente sin cambios en el 1% en julio, mientras que el rendimiento real a diez años disminuyó unos 10 puntos básicos, hasta situarse en el 1,7% el 5 de agosto (véase gráfico 12). En consecuencia, el rendimiento real *forward* a cinco años dentro de cinco años se redujo unos 30 puntos básicos, situándose en el 2,3% el 5 de agosto.

Por lo que se refiere a las expectativas de inflación extraídas de datos de los mercados financieros, la tasa de inflación implícita *spot* a diez años de la zona del euro no experimentó cambios, manteniéndose en el 2%. Sin embargo, la tasa de inflación implícita *spot* a cinco años disminuyó unos 10 puntos básicos, hasta el 1,7% (véase gráfico 13). Así pues, la tasa de inflación implícita *forward* a cinco años dentro de cinco años se mantuvo sin variaciones en el 2,3% el 5 de agosto. Al mismo tiempo, la tasa de inflación implícita *forward* a cinco años dentro de cinco años derivada de los *swaps* indicados con la inflación permaneció, en general, estable en torno al 2,6%.

La evolución de la estructura temporal de los tipos *forward* de la zona del euro muestra como el

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

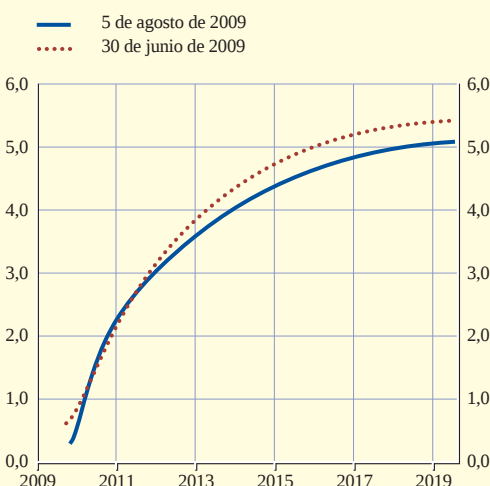
(en porcentaje; medias móviles de cinco días de datos diarios; datos desestacionalizados)



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).

Notas: 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.

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). A finales de julio la pendiente de la curva de tipos de interés *forward* implícitos a un día de la deuda pública de la zona del euro se aplanó ligeramente con respecto a finales de junio, tras la publicación de algunos indicadores económicos algo más desfavorables de lo previsto.

Los diferenciales de renta fija privada de la zona del euro siguieron estrechándose en julio, volviendo, en algunos casos, a los niveles observados antes de la quiebra de Lehman Brothers. La tendencia a mostrar una menor aversión al riesgo y las mejores expectativas respecto a las perspectivas económicas, que caracterizaron el segundo trimestre del 2009, prosiguieron en julio. Una vez más, ello fue reflejo, en particular, del estrechamiento de los diferenciales de los valores de renta fija de alta calidad con calificación crediticia más baja y de los valores de grado especulativo.

2.5 TIPOS DE INTERÉS DE LOS PRÉSTAMOS Y DE LOS DEPÓSITOS

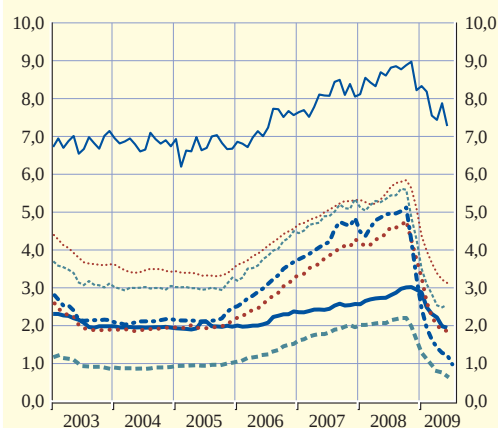
En junio del 2009, la mayor parte de los tipos de interés aplicados por las IFM a los nuevos préstamos y depósitos de los hogares y de las sociedades no financieras volvió a disminuir ligeramente. La tendencia a la baja de estos tipos iniciada en noviembre del 2008 es acorde con los recortes de los tipos de interés oficiales del BCE y las consiguientes reducciones de los tipos de interés del mercado monetario y de los rendimientos de los bonos durante este período, con una transmisión cuya magnitud es acorde, en general, con patrones anteriores.

En junio del 2009, la mayor parte de los tipos de interés a corto plazo aplicados por las IFM a los nuevos préstamos y depósitos se situó en niveles inferiores a los observados el mes anterior, reflejando la continuidad de la transmisión del considerable recorte de los tipos del mercado monetario registrada desde noviembre del 2008 (véase gráfico 15). Mientras que, en junio del 2009, la mayoría de los tipos aplicados a los depósitos a corto plazo se redujo algo menos que el EURIBOR a tres meses, con la excepción de los tipos aplicados a los grandes préstamos a corto plazo a las sociedades no financieras que, en promedio, aumentaron ligeramente, la mayor parte de los tipos aplicados a los préstamos a corto plazo descendió algo más que el EURIBOR a tres meses. En general, 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 continuaron siendo amplios, pero es de esperar que se reduzcan a medida que eventualmente se transmitan las variaciones en los tipos de interés de mercado (véase gráfico 16).

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)

- Depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses de los hogares
- ... Depósitos a plazo hasta un año de los hogares
- - - Depósitos a la vista de las sociedades no financieras
- Préstamos a hogares para consumo sin fijación del tipo y un período inicial de fijación inferior o igual a un año
- ... Préstamos a hogares para adquisición de vivienda sin fijación del tipo y un período inicial de fijación inferior o igual a un año
- - - 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
- ... Tipo a tres meses del mercado monetario



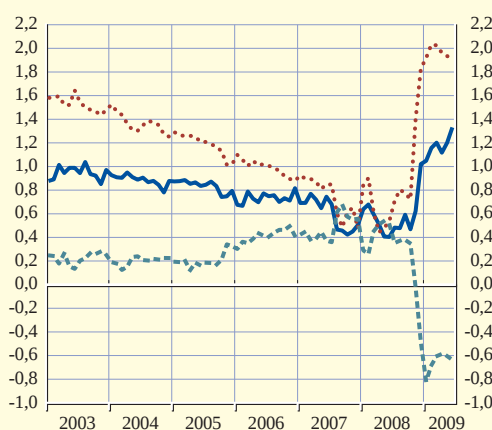
Fuente: BCE.

Desde una perspectiva a más largo plazo, el EURIBOR a tres meses cayó 389 puntos básicos entre octubre del 2008 y junio del 2009, en comparación con unos descensos de 271 puntos básicos en el caso de los tipos de interés aplicados a los préstamos a hogares para adquisición de vivienda sin período inicial de fijación del tipo de interés y un período inicial de fijación inferior o igual a un año, y de entre 290 y 300 puntos básicos en el de los préstamos otorgados a las sociedades no financieras con condiciones similares. Por tanto, teniendo en cuenta la inercia habitual que se produce 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 más o menos en la misma medida que en el pasado. En el artículo titulado «Evolución reciente del proceso de transmisión a los tipos de interés aplicados por las entidades de crédito a su clientela en la zona del euro», publicado en este Boletín Mensual, figura un análisis más profundo del ajuste de los tipos de interés aplicados por las IFM en las circunstancias actuales.

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
- Préstamos a hogares para adquisición de vivienda sin fijación del tipo y un período inicial de fijación inferior o igual a un año
- - - Depósitos hasta un año de los hogares



Fuente: BCE.

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

En cuanto a los tipos de interés a más largo plazo, los aplicados a los depósitos a largo plazo de los hogares se redujeron 13 puntos básicos en junio del 2009, mientras que los tipos a largo plazo aplicados a los préstamos a hogares para adquisición de vivienda y a los préstamos por importe reducido a las sociedades no financieras prácticamente no se modificaron ese mes. En cambio, en junio del 2009, los tipos aplicados a los grandes préstamos a largo plazo disminuyeron unos 30 puntos básicos, frente a un ligero aumento de los rendimientos de la deuda pública a cinco años registrado ese mes.

Desde una perspectiva a más largo plazo, la persistente tendencia a la baja observada en la mayor parte de los tipos de interés a largo plazo aplicados por las IFM desde mediados del 2008 debe considerarse en el contexto de los acusados descensos de los tipos de interés de mercado a largo plazo. Por ejemplo, en junio del 2009, el rendimiento de la deuda pública a cinco años se situaba 161 puntos básicos por debajo del nivel observado en junio del 2008, mientras que, en ese mismo período, los tipos de interés aplicados por las IFM a los depósitos a largo plazo de las sociedades no financieras y de los hogares disminuyeron 193 y 99 puntos básicos, respectivamente. Entre mediados del 2008 y junio del 2009, los tipos de interés a largo plazo aplicados a los préstamos por importe reducido o por importe elevado a las sociedades no financieras experimentaron un descenso de 94 y 184 puntos básicos, respectivamente. En cambio, los tipos de los préstamos a largo plazo a hogares para adquisición de vivienda (con un período inicial de fijación del tipo de más de cinco años y hasta diez años) sólo se redujeron 57 puntos básicos en ese mismo período, lo que apunta a una considerable ampliación del diferencial de crédito para esta

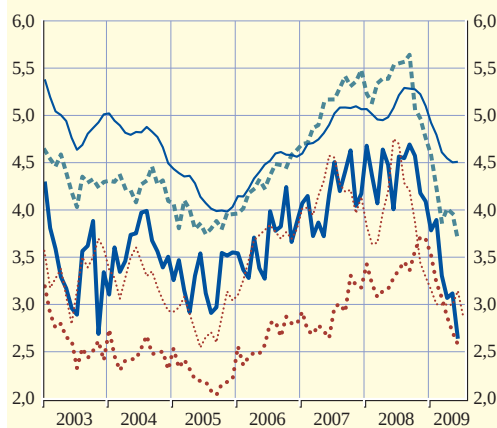
categoría de préstamos. En general, esta evolución podría ser consecuencia, por un lado, del retraso habitual que se produce en el ajuste de los tipos de interés aplicados por las entidades de crédito a su clientela a las variaciones de los tipos de mercado y, por otro, a cierta ampliación de las primas de riesgo de crédito a la vista de la desaceleración económica actual.

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. Entre febrero y junio del 2009, ambas medidas prácticamente no se modificaron. Esto se debe al hecho de que las entidades han trasladado en un grado similar las reducciones recientes de los tipos de interés oficiales a los tipos aplicados a los préstamos y créditos concedidos a su clientela. No obstante, actualmente, el diferencial entre los tipos de interés de los préstamos y de los depósitos se sitúa bastante por debajo de los niveles registrados antes de las turbulencias financieras. La reducción de estos diferenciales puede deberse, en particular, a que, en el contexto de la crisis, las entidades de crédito tienden a ofrecer tipos de interés más elevados por los depósitos con el fin de conseguir que su clientela invierta en este tipo de instrumentos para sustituir a la financiación en los mercados mayoristas. Al mismo tiempo, evidencia procedente de informes empresariales muestra que, recientemente, algunas entidades han logrado generar considerables ingresos de otras líneas de negocio.

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)

- 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
- Préstamos a hogares para adquisición de vivienda con período inicial de fijación del tipo de más de cinco años y hasta diez años
- Rendimiento de la deuda pública a cinco años



Fuente: BCE.

2.6 MERCADOS DE RENTA VARIABLE

En el transcurso del mes de julio, los precios de las acciones se elevaron en los mercados mundiales, alcanzando los valores más altos del año, como resultado de anuncios favorables de beneficios y de una valoración más positiva de las perspectivas económicas. Las cotizaciones bursátiles subieron de forma generalizada en todos los sectores. La volatilidad implícita de los mercados de renta variable siguió disminuyendo a ambos lados del Atlántico.

Entre finales de junio y el 5 de agosto, las cotizaciones bursátiles de la zona del euro, medidas por el índice amplio Dow Jones EURO STOXX, ganaron un 11%, las de Estados Unidos, medidas por el índice Standard & Poor's 500, subieron un 9%, y las de Japón, medidas por el índice Nikkei 225, aumentaron un 4% (véase gráfico 18). La evolución reciente de los mercados de valores mundiales estuvo determinada por anuncios favorables de beneficios para el segundo trimestre del 2009 en Estados Unidos, por una valoración más positiva de las perspectivas económicas por parte del Comité de Operacio-

nes de Mercado Abierto de la Reserva Federal y por datos de crecimiento del PIB de China mejores de lo previsto en el segundo trimestre del 2009. La incertidumbre a corto plazo de los mercados, medida por la volatilidad implícita obtenida de las opciones sobre acciones, siguió disminuyendo a ambos lados del Atlántico, alcanzando niveles que no se observaban desde el verano del 2008 (véase gráfico 19).

Tras los datos poco alentadores registrados a principios de julio, la publicación de datos macroeconómicos más positivos, unida a la mejora de las expectativas respecto a la actividad económica, contribuyó a la recuperación de los precios de las acciones observada a partir de la segunda semana del mes. Esta tendencia al alza se interrumpió sólo brevemente hacia finales de mes, tras la publicación de algunos datos económicos y ante la fuerte caída de los mercados de valores chinos. Las cotizaciones bursátiles se recuperaron de forma generalizada en todos los sectores. En la zona del euro, los precios de las acciones subieron un 14% en el sector financiero y un 8% en el sector no financiero, lo que concuerda con la evolución de las cotizaciones bursátiles en Estados Unidos, donde aumentaron un 17% en el sector financiero y un 8% en el sector no financiero.

Los beneficios efectivos y esperados de las empresas cotizadas de la zona del euro continuaron registrando un escaso crecimiento en julio. La tasa de crecimiento interanual de los beneficios efectivos por acción de las empresas incluidas en el índice Dow Jones EURO STOXX descendió al -36,9% en julio, desde el -35,9% de junio. Sin embargo, según las previsiones el crecimiento de los beneficios por acción esperado para los próximos doce meses se elevará al 2,2%, desde el -1,2% de junio. Por primera vez desde el verano del 2008, el crecimiento de los beneficios por acción esperado para los próximos doce meses ha mostrado una tendencia positiva tanto en el sector financiero como en el no financiero. Al mismo tiempo, la ratio precio-beneficio de la zona del euro se mantuvo ligeramente por debajo de su media histórica.

Gráfico 18 Índices bursátiles

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

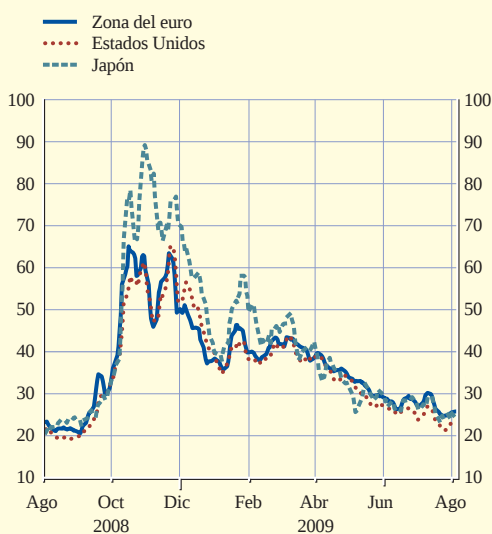


Fuentes: Reuters y Thomson Financial Datastream.

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

Gráfico 19 Volatilidad implícita de los mercados de renta variable

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



Fuente: Bloomberg.

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

Recuadro 4

CUENTAS INTEGRADAS DE LA ZONA DEL EURO HASTA EL PRIMER TRIMESTRE DEL 2009

Las cuentas integradas de la zona del euro publicadas el 30 de julio de 2009 ofrecen información completa y homogénea sobre los ingresos, los gastos y las decisiones de financiación y de cartera de todos los sectores de la economía de la zona del euro hasta el primer trimestre del 2009¹, y muestran cómo los agentes económicos han reaccionado ante la acusada contracción de la actividad provocada por la intensificación de la crisis financiera y el aumento asociado de la incertidumbre desde septiembre del 2008. En relación con otras fuentes de datos, las cuentas de la zona del euro presentan tres ventajas principales. En primer lugar, incluyen información adicional a la que proporcionan otras estadísticas, principalmente sobre los sectores privados no financieros (hogares y sociedades no financieras). En segundo lugar, contienen información homogénea para cada uno de los sectores institucionales tomados en su conjunto, integrando las cuentas financieras y no financieras. En tercer lugar, presentan los datos en un marco común, lo que permite ampliar el ámbito para el análisis de las interacciones entre las variables financieras y de la economía real y entre los sectores institucionales².

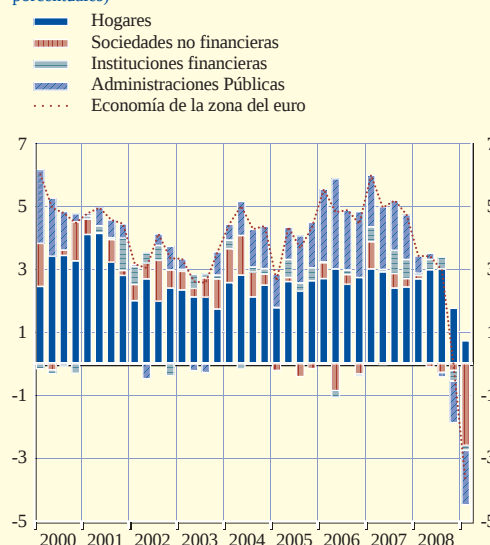
Tras la moderada desaceleración cíclica observada en la producción y en la renta hasta el verano del 2008, la economía de la zona del euro experimentó una contracción de la actividad excepcionalmente pronunciada en el cuarto trimestre del 2008 y en el primer trimestre del 2009, cuando la renta disponible de la zona del euro en su conjunto registró la mayor reducción anual, en términos nominales, nunca vista, que afectó a todos los sectores y, principalmente al sector de las sociedades no financieras (véase gráfico A).

Evolución de los sectores institucionales

En el primer trimestre del 2009, el crecimiento de la renta nominal de los hogares descendió nuevamente, siguiendo la senda de rápida desaceleración iniciada en el último trimestre del 2008. La pronunciada contracción del crecimiento de la remuneración de los asalariados (y de las rentas de los trabajadores autónomos) se vio mitigada, en cierto modo, por el importante efecto neto positivo de las transferencias sociales y por el sustancial aumento de los intereses netos recibidos (que reflejan un descenso mayor en los intereses pagados que en los intereses recibidos). Aunque la nueva e importante desaceleración observada en el deflactor del consumo respaldaba el crecimiento de la renta disponible real, el empeoramiento de las perspectivas de empleo, así como los efectos adversos sobre la confianza asociados a unos mercados de la vivien-

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

(tasas de variación interanual, contribuciones en puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat y BCE.

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

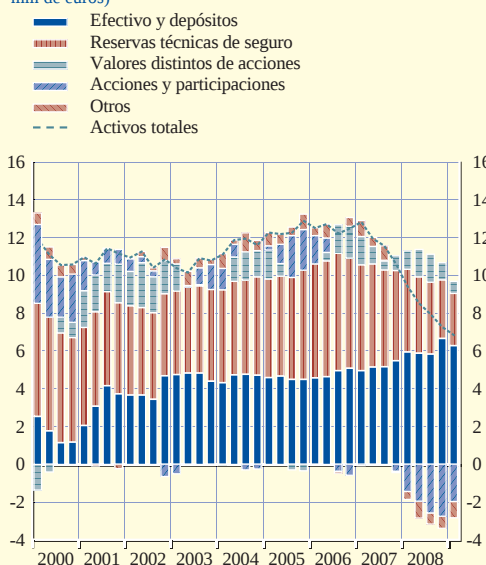
2 Para una introducción a las cuentas integradas de la zona del euro, véase el artículo titulado «Presentación de las estadísticas trimestrales sobre las cuentas de los sectores de la zona del euro», en el Boletín Mensual de noviembre del 2007.

da más débiles y a otra caída pronunciada de la riqueza financiera neta de los hogares (principalmente debido a pérdidas de valor de las carteras de acciones), provocaron una disminución más intensa del consumo real (que cayó un 1,3%, en tasa interanual, en el primer trimestre del 2009) y un nuevo y marcado incremento del ahorro (cuya composición se encuentra dominada estructuralmente por los hogares más ricos). Por lo tanto, la tasa de ahorro de los hogares volvió a aumentar notablemente, hasta el 14,8%, en el primer trimestre del 2009 (en términos de flujos acumulados de los cuatro últimos trimestres), 1 punto porcentual por encima del año anterior, de modo que retornó al máximo registrado en 2002-2003. Este hecho, asociado a la caída de la inversión de los hogares en capital (principalmente en vivienda), generó un nuevo e importante incremento de su capacidad de financiación³ y redujo su necesidad de contraer préstamos. Por el lado de los activos financieros se mantuvo la fuerte incertidumbre, que dio lugar a una preferencia por la liquidez, esto es, por el efectivo y los depósitos, a una reducción de las tenencias de activos de más riesgo (acciones) y a una disminución de la acumulación de activos menos líquidos (reservas técnicas de seguros) véase gráfico B.

Como consecuencia de la pronunciada contracción de la actividad y del rápido descenso de la inflación en el primer trimestre del 2009, el valor añadido en términos nominales de las *sociedades no financieras* cayó de forma acusada (un 5%, en tasa interanual). Su excedente bruto de explotación también se redujo sustancialmente, ya que la remuneración de los asalariados no se ajustó tan rápidamente como la actividad, pese a los considerables esfuerzos realizados para contener los costes laborales. El ahorro de las sociedades no financieras, que se había mantenido en el cuarto trimestre del 2008, cayó bruscamente. En el contexto de reducción de la demanda mundial, de descenso de la utilización de la capacidad productiva y de persistencia del endurecimiento de las condiciones de financiación, el crecimiento interanual de la formación bruta de capital de estas sociedades se contrajo notablemente (un 15,6%, en comparación con un aumento del 6,5% en el tercer trimestre del 2008). Aún así, la necesidad de financiación de las sociedades no financieras se incrementó nuevamente en el primer trimestre del 2009 (en términos de flujos acumulados de los cuatro últimos trimestres), pues el efecto negativo de la recesión sobre los márgenes contrarrestó la reducción de las inversiones. La tasa de crecimiento interanual de la financiación externa de las sociedades no financieras siguió disminuyendo, y su composición varió. La contracción neta de préstamos se situó en niveles muy bajos en el primer trimestre del 2009 (31 mm de euros, frente a 156 mm de euros en el año anterior), reflejando en gran medida el impacto de las amortizaciones netas de préstamos a corto plazo por la menor necesidad de capital circulante, debido, sobre todo, a la disminución de las existencias. Por el contrario, la emisión de valores distintos de acciones repuntó en el primer trimestre del 2009, recuperándose fuertemente tras la completa paralización observada en el merca-

Gráfico B Inversión financiera de los hogares

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



Fuente: BCE.

3 La capacidad/necesidad de financiación de un sector es el saldo de su cuenta de capital, es decir, mide el exceso del ahorro y de las transferencias de capital netas recibidas respecto a la inversión de capital (capacidad de financiación) o lo contrario (necesidad de financiación). También es el saldo de la cuenta financiera, pues mide la diferencia entre las operaciones con activos financieros y las transacciones con pasivos. En el gráfico C se presenta la capacidad/necesidad de financiación por sectores, en porcentaje del PIB.

do de valores a raíz de la quiebra de Lehman Brothers. La reapertura de este mercado, aunque a tipos de interés más elevados, proporcionó un atractivo sustituto a la financiación bancaria; por su parte las entidades de crédito prefirieron intermediar emisiones a cambio de una comisión, en lugar de aumentar los activos de su balance. El dinamismo de la actividad emisora probablemente reflejaba también una creciente necesidad de financiación por parte de las empresas que habían retrasado la emisión de valores distintos de acciones en la primera parte del 2008 o que habían tratado de obtener condiciones de financiación más favorables en el mercado de renta fija privada. Del mismo modo, la emisión de acciones cotizadas también se recuperó. Al mismo tiempo, las sociedades no financieras volvieron a reducir sus compras netas de acciones cotizadas en el primer trimestre del 2009 y continuaron recortando sus reservas de liquidez, al seguir desacelerándose la acumulación de depósitos, mientras que el ritmo de desinversión de valores distintos de acciones y de participaciones en fondos de inversión se ralentizó.

El nuevo y rápido deterioro de las cuentas de las *Administraciones Públicas* fue consecuencia, principalmente, del efecto de los estabilizadores automáticos, con un aumento del crecimiento del gasto en prestaciones sociales, un acusado descenso del crecimiento de las cotizaciones sociales, una caída de los impuestos indirectos y una reducción de los impuestos directos sobre los hogares y las sociedades no financieras. Los Tesoros Públicos siguieron incrementando considerablemente la emisión de deuda en el primer trimestre del 2009, con el fin de financiar no sólo los déficit existentes, sino también las adquisiciones de activos a gran escala (préstamos, valores distintos de acciones y acciones no cotizadas) llevadas a cabo en el contexto de las medidas de rescate financiero (en torno a 190 mm de euros, solamente en el cuarto trimestre) y de una masiva acumulación de efectivo. Esta creciente emisión neta de valores distintos de acciones fue absorbida por la intensificación de las compras efectuadas por las IFM, que buscaban inversiones seguras, más que directamente por los hogares, mientras que los no residentes continuaron siendo, asimismo, grandes compradores de estos valores.

La renta disponible de las *instituciones financieras* se contrajo, con menos rapidez que en el cuarto trimestre del 2008, aunque se mantuvo en niveles elevados. Este descenso se debió, principalmente, a la reducción de los intereses netos obtenidos, mientras que el excedente bruto de explotación creció notablemente, reflejando este último un aumento de los márgenes bancarios derivados de los depósitos y de los préstamos (que, según las convenciones de las cuentas nacionales, no se registran como «interés», sino como «producto», formando parte, por tanto, del valor añadido) y una caída de la remuneración de los asalariados. En un contexto de continuidad de las presiones para el desapalancamiento, la expansión trimestral de sus balances se redujo considerablemente (al menos 100 mm de euros en el cuarto trimestre del 2008 y en el primer trimestre del 2009, frente al aumento de más de 1 billón de euros por trimestre durante el anterior período de apalancamiento), y provocó un desplazamiento hacia activos más seguros, con adquisiciones masivas de deuda pública y reducción general de las exposiciones transfronterizas.

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

La renta disponible bruta de la zona del euro, en términos nominales, cayó un 3,8%, en tasa interanual, en el primer trimestre del 2009 (frente al -0,1% del cuarto trimestre del 2008 y al 3% del tercer trimestre del mismo año), en el contexto de una acusada contracción del PIB nominal. La renta disponible de las sociedades no financieras, que hasta entonces se había mantenido, se redujo un 22,9%, en tasa interanual, en el primer trimestre del 2009 (frente a un -2,9% en el cuarto trimestre del 2008). El crecimiento de la renta de los hogares siguió desacelerándose, y el crecimiento interanual se situó en el 1,1% (frente al 2,7% del cuarto trimestre del 2008 y al 4,7% del tercer trimestre). La renta disponible bruta de las *Administraciones Públicas* cayó de nuevo de forma pronunciada: un 8,6%, en tasa interanual, en el primer trimestre del 2009,

frente a un -5,2% en el cuarto trimestre del 2008. La renta disponible bruta de las instituciones financieras también se redujo en términos interanuales en el primer trimestre del 2009 (véase gráfico A).

La contracción observada en el ahorro bruto de la zona del euro en su conjunto se aceleró de manera espectacular en el primer trimestre del 2009 (un -18,8%, en tasa interanual, frente al -7,6% en el cuarto trimestre del 2008), con un acusado descenso del ahorro de las Administraciones Públicas y de las sociedades no financieras (de, aproximadamente, la misma magnitud) compensando con creces el aumento del ahorro de los hogares. La formación bruta de capital fijo en la zona del euro, que había empezado a caer bruscamente, en términos interanuales, en el cuarto trimestre del 2008, se contrajo con más rapidez en el primer trimestre del 2009 (un 10,6%). La inversión en capital retrocedió en el caso de los hogares (inversión residencial y formación de capital de empresas sin personalidad jurídica propia, -11,6% en el año transcurrido hasta el primer trimestre del 2009) y de las sociedades no financieras (-12,8%, frente al -4,9% del cuarto trimestre del 2008 y al 5,8% del tercer trimestre del 2008).

Al contraerse el ahorro más que la inversión en capital, la capacidad/necesidad de financiación de la zona del euro se deterioró una vez más, hasta registrar un déficit del 1,4% del PIB en el primer trimestre del 2009, en términos de flujos acumulados de los cuatro últimos trimestres. La evolución en el último año y medio se debió, en la misma medida, al deterioro de la balanza comercial y a la reducción de las rentas de la propiedad recibidas. Desde un punto de vista sectorial, la tendencia negativa de la capacidad/necesidad de financiación de la zona del euro refleja el pronunciado incremento de la necesidad de financiación del sector público, que fue superior al aumento registrado en la de capacidad de financiación de los hogares (véase gráfico D).

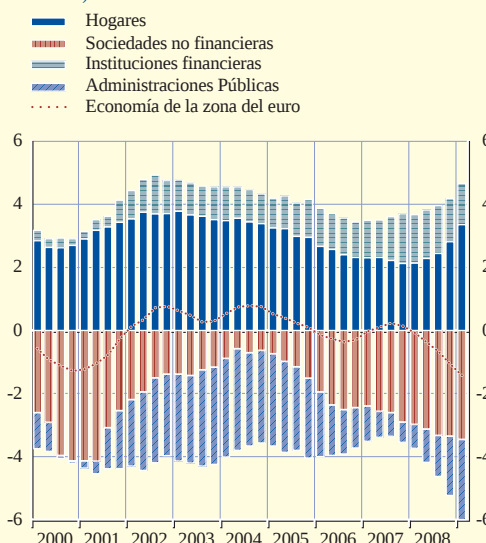
Así pues, la zona del euro mostró de nuevo una necesidad de financiación. Las prolongadas turbulencias financieras provocaron una desaceleración considerable de las operaciones transfronterizas en términos brutos en el cuarto trimestre del 2008 y en el primer trimestre del 2009. Como las relaciones interbancarias internacionales se vieron afectadas gravemente por la insolvencia de Lehman Brothers, se registraron sustanciales reembolsos de los depósitos interbancarios, tras las elevadas entradas netas (es decir, las entradas menos las salidas) observadas en los tres trimestres anteriores. El aumento de las entradas netas de fondos a través de valores distintos de acciones compensó la reducción significativa de las entradas netas de depósitos. Además, se registraron en la zona del euro salidas anuales netas de fondos mediante acciones y participaciones (sobre todos, de acciones cotizadas) y préstamos.

Financiación de los sectores no financieros y mercados financieros

Tras el repunte observado de la tasa de crecimiento de la financiación total de los sectores no financieros en el cuarto trimestre del 2008, debido a que las

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

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



Fuentes: Eurostat y BCE.

Administraciones Públicas emitieron deuda de forma muy activa, dicha tasa retomó su senda de moderación gradual, a medida que la financiación no pública siguió reduciéndose⁴. Por el lado de la inversión financiera, la adquisición neta de activos financieros por los sectores no financieros también disminuyó, tras la recuperación impulsada por los Gobiernos que se produjo en el cuarto trimestre del 2008.

Desde la perspectiva de los distintos instrumentos, en el mercado de valores distintos de acciones se observó un nuevo y espectacular incremento de la emisión neta por parte de las Administraciones Públicas. Las IFM adquirieron elevados importes netos de valores distintos de acciones (sobre todo de deuda pública), mientras que sus emisiones netas continuaron siendo negativas por segundo año consecutivo. Las sociedades no financieras también aumentaron sus emisiones netas. El resto del mundo incrementó sus compras netas, al tiempo que se redujeron las compras de los hogares y de las empresas de seguros y fondos de pensiones. En el mercado de fondos de inversión, las amortizaciones netas se aceleraron (sobre todo de las participaciones en fondos de inversión no monetarios). En el mercado de acciones cotizadas, se reanudó la emisión neta por parte de las sociedades no financieras y de las instituciones financieras. Las sociedades no financieras disminuyeron sus compras, y los hogares y el resto del mundo suspendieron sus ventas masivas, mientras que las IFM siguieron vendiendo tenencias de acciones cotizadas

La dinámica de los balances financieros estuvo dominada por pérdidas de valor de las carteras

Los movimientos observados en los balances financieros estuvieron dominados con frecuencia por cambios de valoración, es decir, por pérdidas o ganancias en los últimos trimestres. En concreto, la caída del precio de las acciones en todo el mundo tuvo un impacto negativo sobre la riqueza financiera neta⁵ de los hogares, por un importe acumulado de 1,1 billones de euros en el año transcurrido hasta el primer trimestre del 2009. En el gráfico D se presentan las contribuciones de las operaciones financieras (es decir, la capacidad/necesidad de financiación) y de otros flujos económicos (principalmente, pérdidas o ganancias en las carteras) a la variación de la riqueza financiera neta de los hogares. Los cambios de valoración (y otros flujos) constituyen el componente más volátil de la variación de la riqueza financiera neta. Al mismo tiempo, en el mercado de renta fija, los aumentos en el precio de la deuda pública (y los efectos del tipo de cambio) durante los tres trimestres más recientes se tradujeron en considerables ganancias en las carteras, que compensaron las importantes pérdidas registradas en las tenencias de «activos tóxicos» en poder de las instituciones financieras⁶.

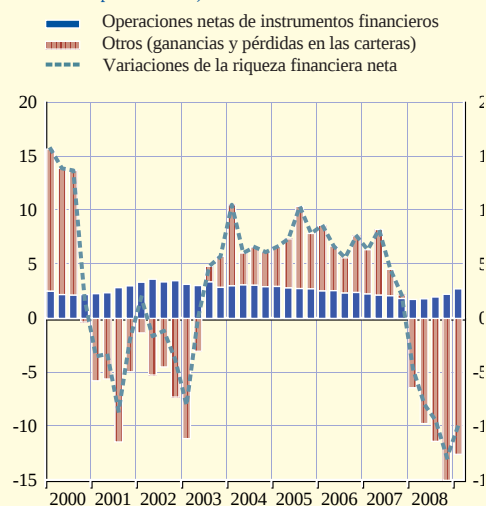
4 La tasa de crecimiento interanual de la financiación total de las cuentas integradas de la zona del euro es más moderada que la tasa de crecimiento de la financiación a los distintos componentes que se obtiene a partir de las estadísticas monetarias y bancarias y de las estadísticas de emisiones de valores, del BCE, debido a una diferente cobertura y a otras diferencias metodológicas.

5 Definida como la diferencia entre activos financieros y pasivos.

6 En lo que respecta a los préstamos, que, en el SEC 95, se valoran por el nominal, cabe observar que el deterioro del valor sólo afecta a la riqueza financiera de los acreedores cuando se reconocen como fallidos (cuando se dan de baja del balance), lo que ocurre normalmente con mucho retraso.

Gráfico D Cambios en la riqueza financiera neta de los hogares

(flujos acumulados de los cuatro últimos trimestres; en porcentaje de la renta disponible bruta)



Fuente: BCE.

3 PRECIOS Y COSTES

Según el avance de Eurostat, la inflación interanual medida por el IAPC de la zona del euro cayó desde el -0,1% de junio al -0,6% de julio. El nuevo descenso de las tasas de inflación refleja, principalmente, los efectos de base derivados de los niveles máximos alcanzados por los precios de las materias primas hace un año.

Debido a estos efectos de base se espera que las tasas de inflación interanual sigan siendo temporalmente negativas, en los próximos meses, antes de volver a valores positivos más adelante en el presente año. De cara al futuro cabe esperar que la inflación se mantenga en valores positivos y 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 -0,1% de junio al -0,6% de julio (véase cuadro 4). Aunque no se dispone todavía del detalle de esta estimación, el nuevo descenso de la tasa de inflación refleja, principalmente, un efecto de base a la baja de los precios del componente energético, relacionado con el fuerte aumento de los precios del petróleo registrado a mediados del 2008.

El detalle de junio indica que la caída de la inflación interanual con respecto al mes anterior fue reflejo del descenso de la tasa de variación interanual de la mayor parte de los componentes del IAPC. La tasa de variación interanual del componente energético del IAPC disminuyó en junio hasta el -11,8%, como resultado de un efecto de base a la baja. Sin embargo, en comparación con el mes precedente, los precios de la energía se elevaron un 2,4%, como consecuencia, fundamentalmente, 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 y junio. Por el contrario, los precios de consumo de la electricidad y, en particular, del gas siguieron bajando en mayo y junio, reflejo del efecto retardado 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 0,3% en junio, desde el 0,7% de mayo, como resultado, en parte, de un efecto de base. Aunque la mayor par-

Cuadro 4 Evolución de los precios

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

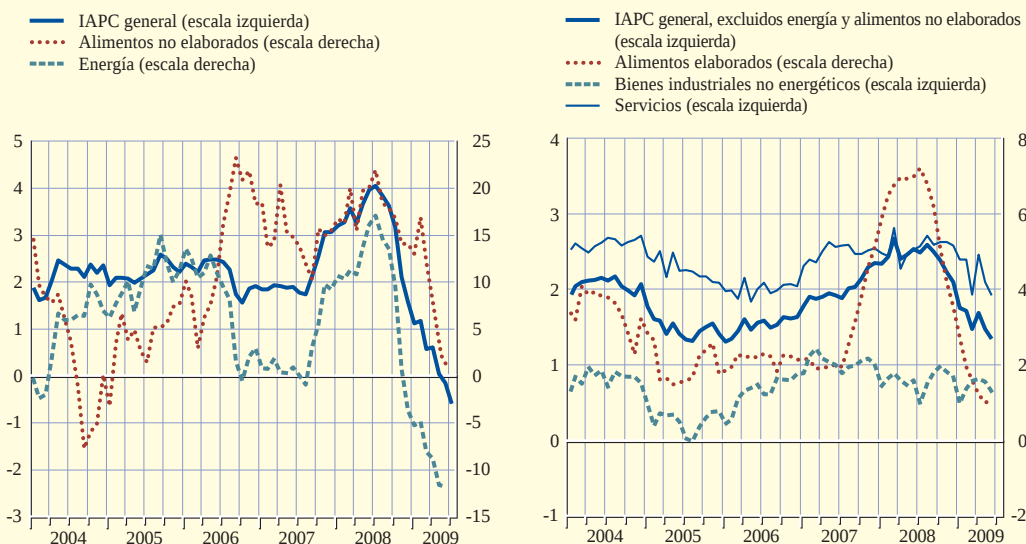
	2007	2008	2009 Feb	2009 Mar	2009 Abr	2009 May	2009 Jun	2009 Jul
IAPC y sus componentes								
Índice general ¹⁾	2,1	3,3	1,2	0,6	0,6	0,0	0,1	-0,6
Energía	2,6	10,3	-4,9	-8,1	-8,8	-11,6	-11,8	.
Alimentos no elaborados	3,0	3,5	3,3	2,4	1,6	0,7	0,3	.
Alimentos elaborados	2,8	6,1	2,0	1,6	1,2	1,0	1,1	.
Bienes industriales no energéticos	1,0	0,8	0,7	0,8	0,8	0,8	0,6	.
Servicios	2,5	2,6	2,4	1,9	2,5	2,1	1,9	.
Otros indicadores de precios								
Precios industriales	2,7	6,1	-1,9	-3,2	-4,8	-5,9	-6,6	.
Precios del petróleo (euro/barril)	52,8	65,9	34,6	36,5	39,0	42,8	49,5	46,5
Precios de las materias primas no energéticas	9,2	4,4	-28,8	-29,1	-23,8	-22,8	-22,7	-22,9

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

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

Gráfico 20 Desagregación del IAPC por principales componentes

(tasas de variación interanual; datos mensuales)



Fuente: Eurostat.

te de los subcomponentes contribuyeron a este descenso, la tasa de variación interanual de las frutas se elevó en junio. La tasa de variación interanual de los precios de los alimentos elaborados aumentó hasta el 1,1% en junio, desde el 1% de mayo, pese a un efecto de base a la baja y como consecuencia de la subida de los precios del tabaco. Si se excluye el tabaco, la tasa de variación interanual de los precios de los alimentos elaborados volvió a descender.

La inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos, que representan cerca del 30% de la cesta del IAPC, se redujo en 0,1 puntos porcentuales, hasta el 1,4%, en junio, como resultado del descenso de la inflación en los precios de los bienes industriales no energéticos y de los servicios.

La tasa de variación interanual de los precios de los bienes industriales no energéticos se situó en el 0,6% en junio, frente al 0,8% de mayo. Dos subcomponentes contribuyeron en mayor medida a esta evolución: los textiles y los automóviles, que tienen ambos una ponderación relativamente importante en el componente de bienes industriales no energéticos. La caída de la tasa de variación interanual de los artículos de vestir y del calzado está relacionada con los fuertes descuentos ofrecidos muy pronto en la temporada de rebajas de verano. Los precios de los automóviles han venido mostrando una tendencia a la baja desde finales del 2008, probable reflejo de una agresiva campaña de descuentos destinada a estimular la demanda de consumo. La tasa de variación interanual de los precios de los automóviles descendió al -0,6% en junio, desde el -0,2% de mayo.

La inflación en los precios de los servicios siguió disminuyendo, hasta situarse en el 1,9% en junio, frente al 2,1% de mayo. Las tasas de variación interanual de los precios de componentes relacionados con las vacaciones (vacaciones organizadas, alojamiento y transporte aéreo) y de los precios de la hostelería volvieron a bajar. Esta evolución estuvo determinada, principalmente, por fuertes presiones a la baja derivadas de la debilidad de la demanda de consumo y por la transmisión retardada de los anteriores descensos de los precios del petróleo y de las materias primas agrícolas.

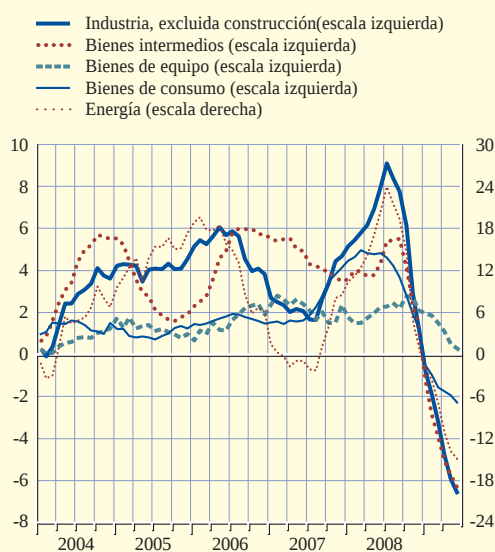
3.2 PRECIOS INDUSTRIALES

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 $-6,6\%$ en junio, frente al $-5,9\%$ de mayo. La tasa de variación interanual del componente energético cayó al -15% en junio, en comparación con el $-13,8\%$ observado en mayo, como consecuencia de un importante efecto de base a la baja. En términos intermensuales, los precios de la energía se elevaron en junio, como reflejo del aumento de los precios del petróleo. Si se excluyen la energía y la construcción, la inflación interanual en los precios industriales registró en junio una caída del $-3,5\%$, a la que contribuyeron todos los subcomponentes. La tasa de variación interanual de los precios de los bienes intermedios disminuyó hasta el $-6,4\%$ en junio, desde el $-5,7\%$ de mayo, como resultado, principalmente, de un efecto de base. En las últimas fases de la cadena de producción, las tasas de variación interanual de los precios de los bienes de equipo y de los bienes de consumo se redujeron en junio, hasta el $0,3\%$ y el $-2,3\%$, 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 en el sector manufacturero y que parecen estar estabilizándose en el sector servicios (véase gráfico 22). Teniendo en cuenta su volatilidad, el índice de directores de compras relativo a los precios de los bienes intermedios en el sector manufacturero volvió a subir en julio, señal de que las presiones latentes a la baja sobre los precios se están moderando, como consecuencia, probablemente, de los aumentos intermensuales de los precios de las materias primas registrados en los últimos

Gráfico 21 Desagregación de los precios industriales

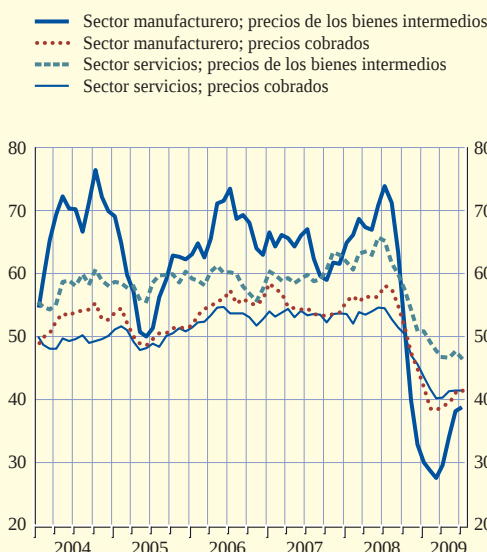
(tasas de variación interanual; datos mensuales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

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	3,4	2,8	1,8
<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	2,8	3,5	4,5	5,6

Fuentes: Eurostat, datos nacionales y cálculos del BCE.

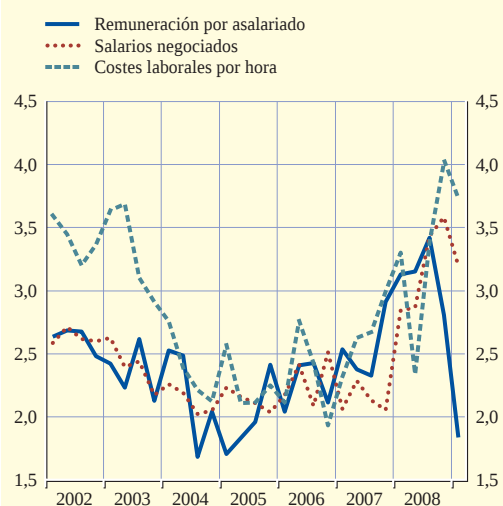
meses. En el sector servicios, los datos de julio estuvieron, en general, en línea con las observaciones de los últimos meses, confirmando así que las presiones latentes a la baja sobre los precios se están estabilizando en este sector. Al mismo tiempo, los índices de precios cobrados apenas experimentaron cambios en julio, tanto en el sector manufacturero como en el sector servicios. Los niveles generalmente reducidos de los precios de los bienes intermedios y de los precios de producción recogidos en las encuestas señalan que los precios están bajando en promedio, aunque a un ritmo más lento que el mes anterior.

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% observado 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 comenzara a contraerse en la zona del euro. Sin embargo, la información disponible señala que la tasa de crecimiento interanual de los salarios negociados puede haberse desacelerado todavía más en el segundo trimestre del 2009 (véanse gráfico 23 y cuadro 5).

Gráfico 23 Indicadores de costes laborales

(tasas de variación interanual; datos trimestrales)



Fuentes: Eurostat, datos nacionales y cálculos del BCE.

La tasa de crecimiento interanual de la remuneración por asalariado cayó al 1,8% en el primer trimestre del 2009, desde el 2,8% del cuarto trimestre del 2008. Esta pronunciada caída fue consecuencia, principalmente, de los fuertes descensos observados en Alemania, Italia, Países Bajos y Bélgica, asociados a los horarios laborales reducidos

extensamente utilizados en estos países para recortar el número de horas trabajadas por asalariado. Por consiguiente, la intensa desaceleración de la remuneración por asalariado se debe, básicamente, a la reducción generalizada de la remuneración, como resultado del menor número de horas trabajadas por asalariado, así como a recortes de otros componentes flexibles de las remuneraciones, como las primas. La desagregación por sectores indica que la desaceleración del crecimiento de la remuneración por asalariado registrada en el primer trimestre estuvo determinada, en primer lugar, por la evolución de los servicios de mercado (comercio, transporte, comunicaciones, actividades financieras y empresariales) y de la industria, excluida la construcción. Se observaron descensos más moderados en la construcción y en los servicios no de mercado.

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 estuvo determinado, en buena parte, por anteriores convenios colectivos y 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).

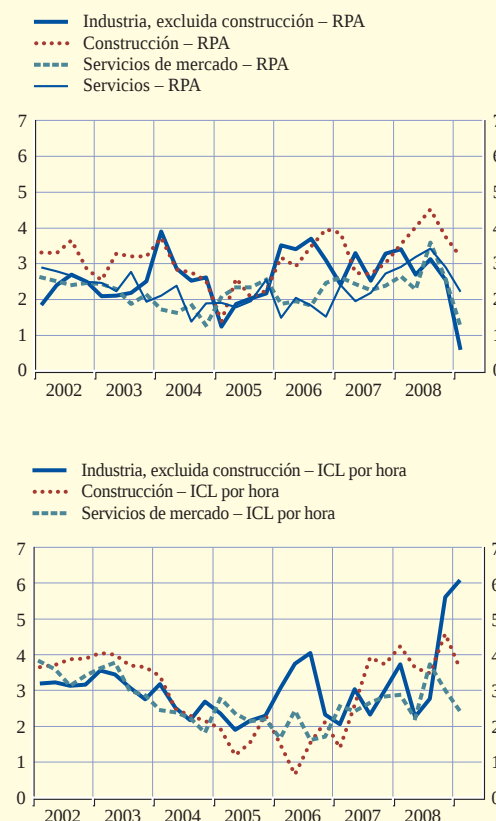
El crecimiento interanual de la productividad bajó más rápidamente, desde el -1,6% del último trimestre del 2008, hasta el -3,6% del primer trimestre del 2009, ya que el descenso del empleo fue menos acusado que la contracción de la actividad económica. A su vez, la acelerada caída de la productividad originó un marcado repunte del crecimiento de los costes laborales unitarios, desde el 4,5% del cuarto trimestre del 2008, hasta el 5,6% del primer trimestre del 2009, 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 sigan siendo negativas en los próximos meses, antes de volver a valores positivos

Gráfico 24 Evolución de los costes laborales por sectores

(tasas de variación interanual; datos trimestrales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.
 Notas: RPA = remuneración por asalariado; ICL = índice de costes laborales.

más adelante en el presente año. De cara al futuro cabe esperar que la inflación se mantenga en valores positivos y 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.

La última encuesta del BCE a expertos en previsión económica (EPE) recoge una nueva revisión a la baja de las expectativas de inflación a corto plazo para el 2009 y el 2010, que se sitúan dentro de los intervalos señalados en las proyecciones macroeconómicas de junio elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro (véase recuadro 5). Las expectativas de inflación a más largo plazo se han revisado ligeramente al alza, hasta el 1,98%, desde el 1,93% de la encuesta anterior. Sin embargo, la dispersión de las previsiones de inflación a largo plazo se ha reducido de forma significativa en la última encuesta.

Los riesgos para las perspectivas de inflación están, en general, equilibrados y se refieren, en particular, a los riesgos relacionados con las perspectivas de actividad económica y con aumentos de los precios de las materias primas mayores de lo previsto. Además, los impuestos indirectos y los precios administrados podrían subir más de lo que se espera actualmente, debido al saneamiento de las finanzas públicas que habrá de llevarse a cabo en los próximos años.

Recuadro 5

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

Este recuadro presenta los resultados correspondientes al tercer trimestre del 2009 de la encuesta a expertos en previsión económica (EPE) realizada por el BCE entre el 15 y el 20 de julio de 2009 y respecto de la cual se recibieron 54 respuestas. En esta encuesta se recogen las expectativas de expertos de instituciones financieras y no financieras radicadas en la Unión Europea respecto a la inflación, el crecimiento del PIB y el desempleo de la zona del euro¹.

Expectativas de inflación para los años 2009, 2010 y 2011

En comparación con la encuesta anterior realizada en abril, los participantes en la EPE revisaron a la baja sus expectativas de inflación, en 0,1 puntos porcentuales hasta el 0,4% para el 2009, y en 0,2 puntos porcentuales hasta el 1,1% para el 2010 (véase cuadro)². Se espera que la inflación se eleve al 1,6% en el 2011. La mayor parte de los encuestados señaló que sus negativas expectativas sobre la inflación hasta el tercer trimestre del 2009 se fundamentan en los fuertes efectos de base derivados de la caída de los precios del petróleo y de las materias primas. Los participantes en la EPE esperan que la inflación alcance su nivel mínimo entre julio y septiembre del 2009, para volver posteriormente a valores positivos al final del presente año o al principio del 2010, aunque se mantendrá por debajo del 2%. Se espera que el crecimiento del desempleo tenga efectos negativos sobre los salarios y que limite, por tanto, la recuperación del gasto de consumo. En general, la debilidad de la demanda, la infrauti-

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

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

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

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

Inflación medida por el IAPC	Horizonte de la encuesta					
	2009	Junio 2010	2010	Junio 2011	2011	A largo plazo ²⁾
EPE III 2009	0,4	1,2	1,1	1,6	1,6	2,0
EPE anterior (II 2009)	0,5	-	1,3	-	-	1,9
Proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema	0,1 - 0,5	-	0,6 - 1,4	-	-	-
Consensus Economics (julio 2009)	0,4	-	1,2	-	1,6	2,0
Barómetro de la Zona del Euro (julio 2009)	0,4	-	1,2	-	1,7	2,1
Evolución del PIB real	2009	I 2010	2010	I 2011	2011	A largo plazo ²⁾
	2009	I 2010	2010	I 2011	2011	A largo plazo ²⁾
EPE III 2009	-4,5	-0,4	0,3	1,3	1,5	1,9
EPE anterior (II 2009)	-3,4	-	0,2	-	-	1,9
Proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema	-5,1 - -4,1	-	-1,0 - 0,4	-	-	-
Consensus Economics (julio 2009)	-4,4	-	0,4	-	1,5	2,0
Barómetro de la Zona del Euro (julio 2009)	-4,5	-	0,4	-	1,6	2,1
Tasa de desempleo ¹⁾	2009	Mayo 2010	2010	Mayo 2011	2011	A largo plazo ²⁾
	2009	Mayo 2010	2010	Mayo 2011	2011	A largo plazo ²⁾
EPE III 2009	9,7	10,9	10,9	10,7	10,6	8,5
EPE anterior (II 2009)	9,3	-	10,5	-	-	8,4
Consensus Economics (julio 2009)	9,7	-	11,1	-	-	-
Barómetro de la Zona del Euro (julio 2009)	9,7	-	11,0	-	10,6	9,0

1) En porcentaje de la población activa.

2) Las expectativas a largo plazo de la EPE y de Consensus Economics se refieren al 2014, y las del Barómetro de la Zona del Euro, al 2013. Las previsiones de Consensus Economics para los años 2011 y 2014 se publicaron en la edición de abril del 2009.

lización de la capacidad productiva y la reducida capacidad de fijación de precios de las empresas deberían contrarrestar sobradamente los riesgos al alza derivados de posibles subidas de los precios del petróleo y de otras materias primas.

Las expectativas de inflación de la EPE para el 2009 y 2010 están dentro de los intervalos de las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro en junio del 2009, y están, en general, en línea con las previsiones de Consensus Economics y del Barómetro de la Zona del Euro para los años 2009, 2010 y 2011, publicadas en julio del 2009.

El cuestionario de la EPE solicita también que se asigne una probabilidad a que los resultados futuros se sitúen dentro de un intervalo específico. En comparación con la EPE anterior, la distribución de probabilidad agregada para el 2009 se concentró más claramente en el intervalo 0,0%-0,4%, mientras que la relativa al 2010 se mantuvo en niveles generalmente similares (véase gráfico A). Los encuestados asignaron una reducida probabilidad a que las variaciones de los precios registren tasas negativas en el 2009 y 2010 (15% y 7%, respectivamente). Basándose en las distribuciones de probabilidad individuales, parece que las previsiones están sujetas a riesgos bajistas en todos los horizontes de las predicciones (el número de encuestados que sitúan su estimación por encima de su distribución de probabilidad media es superior al de los participantes que la sitúan por debajo de la media).

Indicadores de expectativas de inflación a largo plazo

Las expectativas de inflación a más largo plazo (para el 2014) se han revisado ligeramente al alza, hasta el 1,98%, desde el 1,93% de la encuesta anterior. La media de las estimaciones está en línea con las previsiones de inflación a largo plazo de Consensus Economics (2%) publicadas en abril del 2009 y se sitúa por debajo de las del Barómetro de la Zona del Euro (2,1%) publicadas en julio del presente año.

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

(probabilidad en porcentaje)

■ EPE III 2009
■ EPE II 2009
■ EPE I 2009

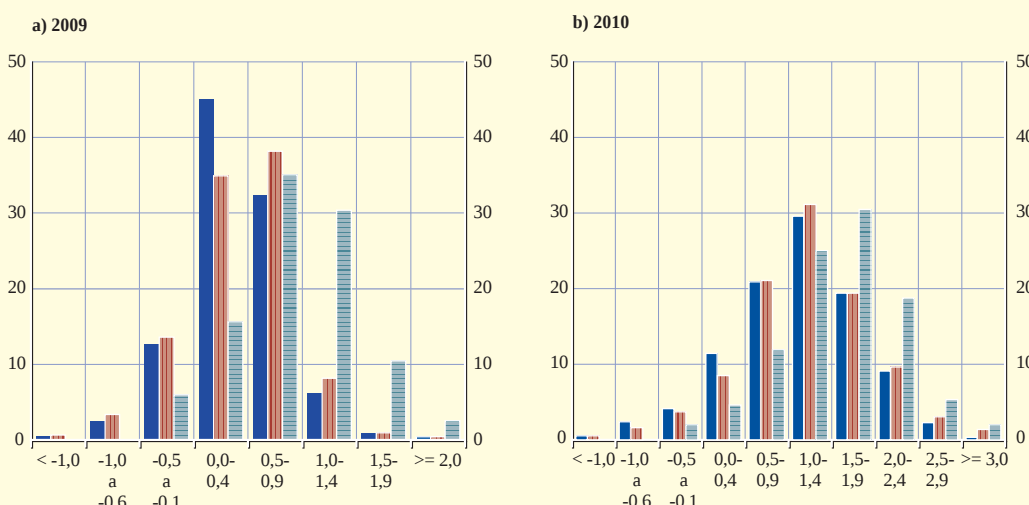
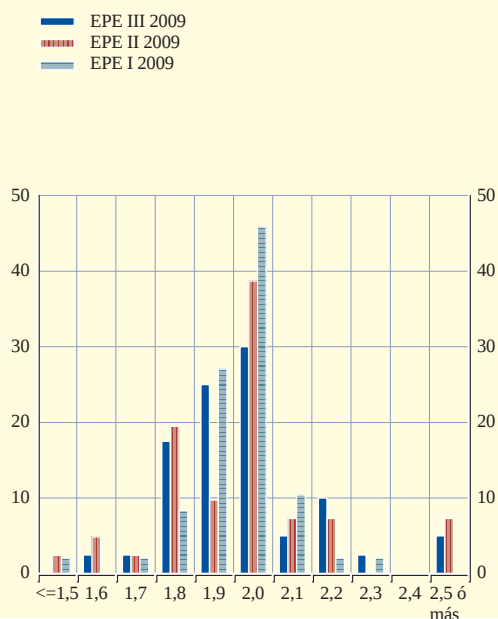


Gráfico B Distribución de corte transversal de las expectativas de inflación a largo plazo (2014) de los participantes en la EPE

(porcentaje de encuestados)

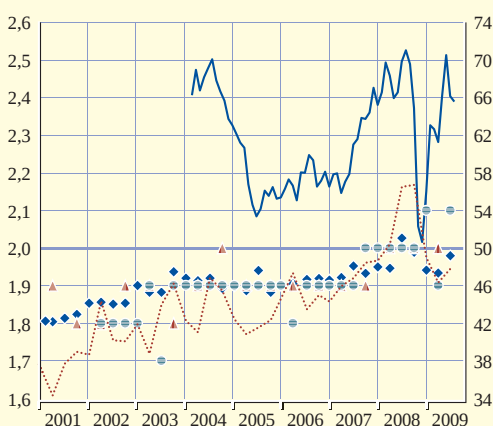


Fuente: BCE.

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

(tasas medias de variación interanual; probabilidad en porcentaje)

- ◆ EPE (para 2014; escala izquierda)
- ▲ Consensus Economics (para 2014; escala izquierda)
- Barómetro de la Zona del Euro (para 2013; escala izquierda)
- Tasa de inflación implícita a cinco años, dentro de cinco años (datos desestacionalizados; escala izquierda)
- Probabilidad en la EPE de que la inflación a largo plazo sea igual o superior al 2% (escala derecha)



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

Expectativas de evolución del PIB real

Con respecto a la última encuesta, los participantes en la EPE han vuelto a revisar a la baja, en 1,1 puntos porcentuales, sus expectativas de evolución del PIB real para el 2009 y esperan ahora una contracción en la zona del euro del 4,5% en el presente año. Se espera que el PIB real crezca un 0,3% en el 2010 (lo que supone una revisión al alza de 0,1 puntos porcentuales) y un 1,5% en el 2011. En sus comentarios, los encuestados señalan que los principales factores que configuran las perspectivas de crecimiento del PIB real a corto plazo y medio plazo son la debilidad de la demanda interna y externa, las tensiones en los mercados financieros y la restricción del crédito.

Las expectativas de caída del PIB real recogidas en la EPE para el 2009 están claramente dentro del intervalo de las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro en junio del 2009, y las de crecimiento para el 2010 se sitúan en un nivel próximo al límite superior del intervalo. Las expectativas de la EPE están generalmente en línea con las previsiones del Barómetro de la Zona del Euro y de Consensus Economics para el 2009 y 2010, y ligeramente por debajo de sus estimaciones para el 2011.

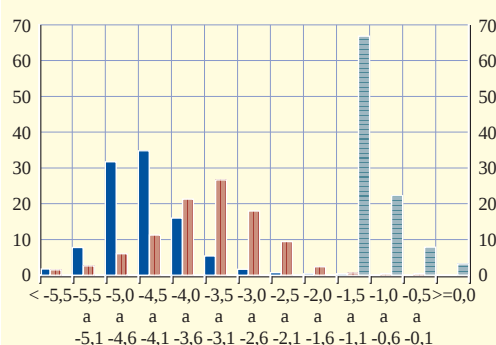
En línea con la revisión a la baja de las expectativas de evolución del PIB real, la distribución de probabilidad agregada para el 2009 se revisó también a la baja y la relativa al 2010 se mantuvo sin cambios en el intervalo 0,0%-0,9%. Los encuestados asignan una probabilidad del 32% a que el PIB real anual registre una tasa negativa en el 2010, frente a la probabilidad del 37% recogida en la EPE anterior (véase gráfico D).

Gráfico D Distribución de probabilidad para la tasa de variación media anual del PIB real en el 2009 y 2010 en las últimas encuestas EPE¹⁾

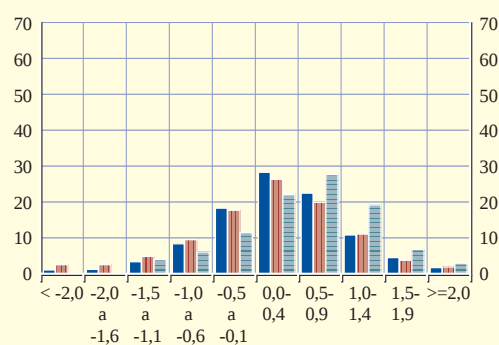
(probabilidad en porcentaje)

■ EPE III 2009
 ■ EPE II 2009
 ■ EPE I 2009

a) 2009



b) 2010



Fuente: BCE.

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

La incertidumbre derivada de la distribución de probabilidad agregada respecto a las previsiones del PIB real a un año y a dos años vista ha disminuido, aunque sigue siendo elevada (véase el recuadro 6 de la sección 4). Varios encuestados esperan que se produzca una moderada recuperación en el 2010, y algunos esperan que el crecimiento del PIB real de la zona del euro vuelva a cobrar impulso sólo en el 2011 o más tarde. Entre los factores que contribuirían a la recuperación económica, los encuestados señalan la reactivación de los mercados de exportación de la zona del euro y del comercio mundial, así como el impacto de las medidas de política fiscal y monetaria. Sin embargo, respecto a cuándo y en qué medida se producirá esta recuperación, los encuestados indican que existe una elevada incertidumbre en cuanto a las perspectivas para el comercio y el mercado de trabajo, con riesgos bajistas para el gasto de consumo, debido al aumento del paro.

Las expectativas respecto al crecimiento a más largo plazo (para el 2014) se han mantenido en el 1,9%, sin cambios respecto a la encuesta anterior, y ligeramente por debajo de las previsiones de abril de Consensus Economics y de las de julio del Barómetro de la Zona del Euro. En general, los encuestados consideran que estas previsiones están sujetas a riesgos bajistas.

Expectativas para la tasa de desempleo en la zona del euro

Los encuestados revisaron al alza las expectativas referidas a la tasa de desempleo en 0,4 puntos porcentuales tanto para el 2009 como para el 2010. En promedio, se espera que la tasa de desempleo alcance el 9,7% en el 2009, que aumente al 10,9% en el 2010 y que disminuya ligeramente, hasta el 10,6%, en el 2011. Las expectativas a más largo plazo respecto a la tasa de desempleo se revisaron también al alza, en 0,1 puntos porcentuales, hasta el 8,5%.

4 PRODUCTO, DEMANDA Y MERCADO DE TRABAJO

Las recientes encuestas sobre la actividad económica en la zona del euro indican claramente que el ritmo de contracción está desacelerándose. No obstante, se prevé que la actividad continúe siendo moderada en lo que resta de año. Si se considera el año próximo, se espera que, 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 continúan estando equilibrados.

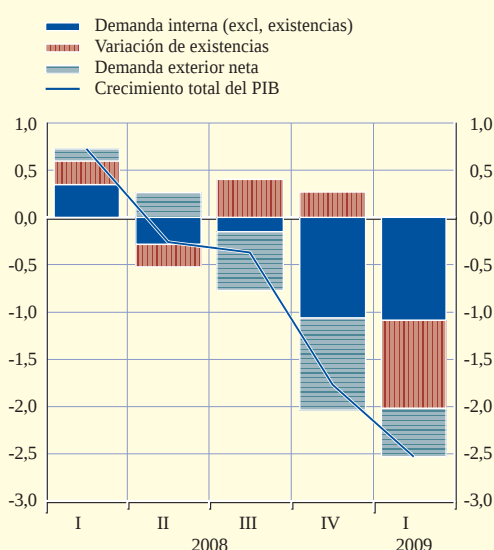
4.1 PIB REAL Y COMPONENTES DE LA DEMANDA

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 segunda estimación de Eurostat, el PIB real de la zona del euro se contrajo un 2,5%, en tasa intertrimestral, en el primero del 2009, tras un descenso del 1,8% en el último trimestre del 2008 (véase gráfico 25). Es probable que el PIB real de la zona del euro siga retrocediendo en el segundo trimestre, aunque a un ritmo menor que en el primero. Se prevé que la actividad mantenga su moderación en lo que resta del 2009, y se espera que en el 2010, y tras una fase de estabilización, el crecimiento económico se recupere paulatinamente. La incertidumbre en torno a estas perspectivas continúa siendo elevada. Ciertamente, las medidas obtenidas a partir de las proyecciones de distintos analistas indican que la incertidumbre acerca de las perspectivas económicas rara vez ha sido mayor (véase recuadro 6). Al mismo tiempo, los resultados de la encuesta a expertos en previsión económica del BCE para el tercer trimestre del 2009 muestran que la incertidumbre relativa a las previsiones del PIB real a un año y a dos años vista se ha reducido ligeramente, en comparación con la ronda anterior (véase recuadro 5).

La segunda estimación de Eurostat confirmó que el deterioro de la demanda fue generalizado en todos sus componentes en el primer trimestre del 2009. La demanda exterior cayó a un ritmo muy rápido, como consecuencia del colapso del comercio internacional. La demanda interna también se debilitó, registrando la inversión un descenso significativo y moderándose el consumo. La contribución al crecimiento de la variación de existencias también fue negativa.

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.

La demanda interna también se debilitó, registrando la inversión un descenso significativo y moderándose el consumo. La contribución al crecimiento de la variación de existencias también fue negativa.

El consumo privado se contrajo un 0,5%, en tasa intertrimestral, en el primer trimestre del 2009. La evolución reciente de los indicadores de la demanda de consumo sugiere una lectura menos negativa de la tasa de crecimiento intertrimestral del gasto en consumo en el segundo trimestre del 2009. Hay tres factores clave que respaldan esta valoración. En primer lugar, teniendo en cuenta la volatilidad de la serie, aunque las ventas del comercio al por menor siguieron cayendo en el segundo trimestre, el descenso fue algo menor que en el trimestre anterior. Así pues, la reciente dinámica del comercio al por menor, señala que la tendencia a la baja observada desde mediados del 2008 ha tocado fondo. En segundo lugar, los datos relativamente sólidos de las matriculaciones de automóviles indican que la reciente introducción de subvenciones públicas para estimular a los consumidores a sustituir

INCERTIDUMBRE Y PERSPECTIVAS ECONÓMICAS DE LA ZONA DEL EURO

Desde el otoño del 2008, la aparición de nuevas turbulencias financieras y el acusado deterioro de la demanda mundial e interna han provocado un aumento de la incertidumbre en torno a las perspectivas económicas de la zona del euro. Esta incertidumbre se ha puesto de manifiesto en una mayor dispersión de las proyecciones sobre el crecimiento de la zona del euro efectuadas por los analistas. En este recuadro se examinan algunos indicadores de la dispersión de las proyecciones sobre el crecimiento y se analiza lo que la incertidumbre actual podría suponer para la evolución de la demanda a corto plazo.

La incertidumbre importa porque puede tener una influencia crucial sobre la demanda actual. La inversión empresarial, por ejemplo, puede verse afectada puesto que las decisiones sobre los gastos de capital suelen ser irreversibles, de modo que, en un entorno de incertidumbre, las empresas podrían retrasar las decisiones de inversión hasta que las perspectivas de la demanda fueran más claras. La incertidumbre puede influir, asimismo, en las decisiones tomadas por los hogares. Una mayor incertidumbre en torno a las perspectivas económicas —en concreto a las del empleo— podría inducir a los hogares a reducir su consumo actual y, en su lugar, aumentar el ahorro por motivos de precaución frente a posibles fluctuaciones de la renta futura.

Existen varios enfoques para evaluar el grado de incertidumbre. Un método habitual es observar la volatilidad de los indicadores económicos o financieros. Por ejemplo, la variación de los índices bursátiles proporciona una indicación de la volatilidad existente en los mercados financieros, mientras que las volatilidades implícitas en las opciones permiten conocer las opiniones de los participantes en los mercados sobre la volatilidad futura¹. Para la economía real, es posible también examinar la volatilidad reciente de las series macroeconómicas; por ejemplo, la evolución de los cambios recientes registrados en el PIB o en la producción industrial.

Otra posible medida de la incertidumbre en torno a las perspectivas económicas es la dispersión de las proyecciones sobre el crecimiento de los distintos analistas. En los gráficos A y B se muestra la desviación típica de las previsiones sobre el crecimiento del PIB efectuadas por Consensus Economics, que reúne las proyecciones de distintos analistas para las principales economías. En la encuesta de Consensus Economics, se pide a los encuestados que den su opinión sobre las perspectivas del crecimiento durante el año en curso y el año siguiente (es decir, en estos momentos se les está preguntando por las proyecciones para el 2009 y el 2010). Las disparidades entre las proyecciones suelen presentar un patrón estacional —al ir acumulándose la información a lo largo del año (y permitir que los analistas sepan más sobre el crecimiento anual actual y futuro), la evaluación de los expertos sobre las perspectivas del crecimiento tiende a converger—, de modo que el intervalo de las proyecciones enviadas a Consensus Economics en enero y febrero habitualmente es mayor que el de las remitidas en noviembre y diciembre. Habida cuenta de lo anterior, en los gráficos se compara la evolución de la dispersión de las proyecciones a lo largo del año, de enero a diciembre, en años naturales sucesivos².

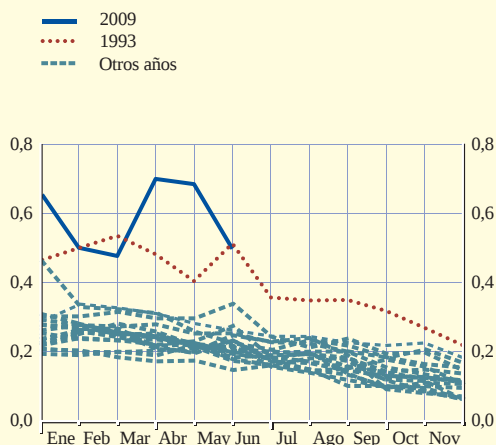
La dispersión de las proyecciones sobre el PIB ha tendido a ser mucho mayor en períodos de recesión o de crecimiento moderado. Si se compara con otros años, el desacuerdo entre los analistas con respecto al crecimiento anual del año en curso y del año siguiente fue importante en la recesión re-

1 Para más información sobre la volatilidad de los índices bursátiles, véase el recuadro 4 del Boletín Mensual de noviembre del 2008, titulado «Volatilidad anormalmente elevada en los mercados de valores mundiales».

2 En los gráficos A a D, cada línea muestra la desviación típica de las previsiones de Consensus Economics durante un año natural. Se subraya la evolución de la desviación típica de las previsiones para años específicos (1993, 1994, 2009 y 2010). Los «otros años» mostrados en los gráficos representan las desviaciones típicas a partir de 1990 (excluidas las ya resaltadas).

Gráfico A Dispersión de las proyecciones sobre el crecimiento del PIB para el año en curso

(desviación típica de los valores estimados por los analistas para el crecimiento)

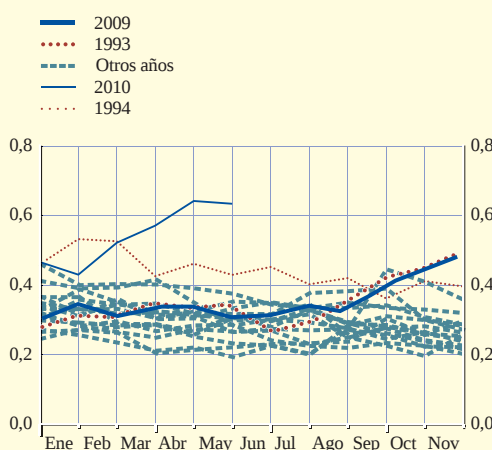


Fuente: Consensus Economics.

Notas: La medida para la zona del euro se calcula como promedio de las desviaciones típicas de las proyecciones para Alemania, Francia e Italia. Cada línea muestra la desviación típica del crecimiento del PIB previsto por Consensus Economics para el año en curso. «Otros años» representa las desviaciones típicas desde 1990 a 2008.

Gráfico B Dispersión de las proyecciones sobre el crecimiento del PIB para el año siguiente

(desviación típica de los valores estimados por los analistas para el crecimiento)



Fuente: Consensus Economics.

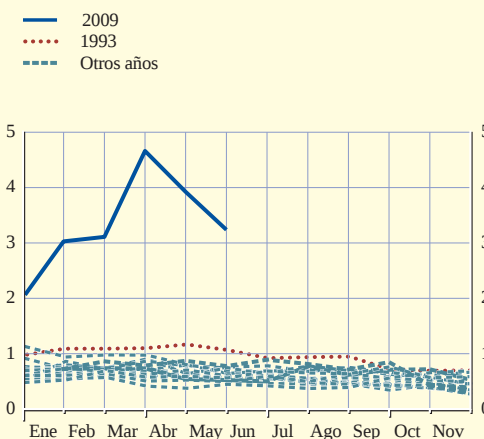
Notas: La medida para la zona del euro se calcula como promedio de las desviaciones típicas de las proyecciones para Alemania, Francia e Italia. Cada línea muestra la desviación típica del crecimiento del PIB previsto por Consensus Economics para el año siguiente. «Otros años» representa las desviaciones típicas desde 1990 a 2008.

gistrada a principios de los años noventa (véanse gráficos A y B). Más recientemente, la dispersión de las opiniones sobre las perspectivas económicas se ha ampliado considerablemente, alcanzando el nivel más alto desde 1990, año a partir del cual se dispone de datos. La disparidad de las opiniones sobre el año natural actual (es decir, 2009) es tan elevada como en la anterior recesión de la zona del euro, registrada en 1993, mientras que el desacuerdo sobre el crecimiento dentro de un año es el mayor que se ha registrado nunca. El aumento de la incertidumbre es incluso más acusado en el caso de la industria —véanse gráficos C y D, que muestran la misma medida de dispersión para las proyecciones sobre el crecimiento de la producción industrial—. El reciente y repentino retroceso observado en la producción ha dado lugar a una ampliación significativa de la dispersión de las opiniones sobre las perspectivas relativas a la recuperación del sector industrial.

Un posible problema de las medidas que se presentan en los gráficos A a D es que sólo recogen el desacuerdo entre los analistas acerca de los probables resultados generales o del perfil esperado, lo que podría provocar la pérdida de información relevante sobre las expectativas relativas a la distribución de los posibles resultados previstos. Por ejemplo, cabe la posibilidad de que los analistas puedan estar de acuerdo sobre los resultados más probables, aún cuando el nivel general de incertidumbre sea elevado. Una medida ideal de la incertidumbre recogería, por el contrario, la valoración subjetiva de los analistas sobre la incertidumbre relativa a las perspectivas económicas. En este sentido, la encuesta a expertos en previsión económica (EPE) del BCE es muy valiosa, porque no sólo recoge la valoración subjetiva de los encuestados sobre el valor esperado del crecimiento (y de la inflación), sino que también obtiene información cuantitativa acerca de la incertidumbre en torno a estas expectativas. Más concretamente, a los participantes en la EPE también se les pide que asignen una distribución de probabilidad a sus previsiones. El gráfico E muestra la desviación típica de la distribución del crecimiento del PIB, que se calcula agregando las respuestas individuales de los

Gráfico C Dispersión de las proyecciones sobre el crecimiento de la producción industrial para el año en curso

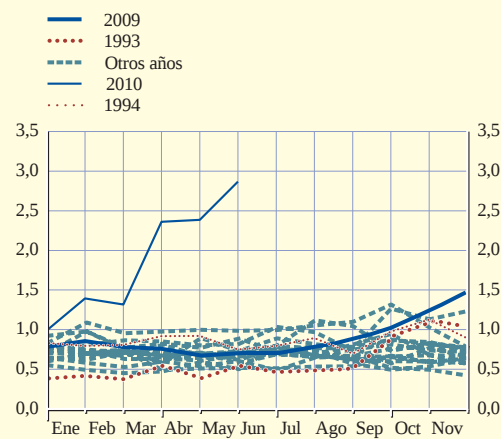
(desviación típica de los valores estimados por los analistas para el crecimiento)



Fuente: Consensus Economics.
Notas: La medida para la zona del euro se calcula como promedio de las desviaciones típicas de las proyecciones para Alemania, Francia e Italia. Cada línea muestra la desviación típica del crecimiento de la producción industrial previsto por Consensus Economics para el año en curso. «Otros años» representa las desviaciones típicas desde 1990 a 2008.

Gráfico D Dispersión de las proyecciones sobre el crecimiento de la producción industrial para el año siguiente

(desviación típica de los valores estimados por los analistas para el crecimiento)

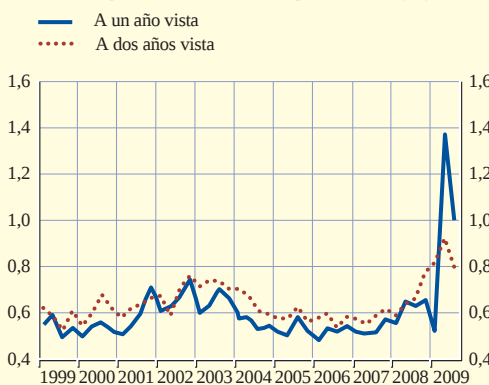


Fuente: Consensus Economics.
Notas: La medida para la zona del euro se calcula como promedio de las desviaciones típicas de las proyecciones para Alemania, Francia e Italia. Cada línea muestra la desviación típica del crecimiento de la producción industrial previsto por Consensus Economics para el año siguiente. «Otros años» representa las desviaciones típicas desde 1990 a 2008.

analistas³. Actualmente, proporciona una visión que es prácticamente similar a la de las medidas anteriores, lo que confirma que la incertidumbre en torno a las perspectivas económicas es excepcionalmente elevada —si bien se ha reducido ligeramente en la última EPE, basada en las previsiones recogidas en julio—.

Gráfico E Medida de incertidumbre para el PIB real derivada de la encuesta a expertos en previsión económica

(desviación típica de la distribución de probabilidad agregada)



Fuente: Encuesta a expertos en previsión económica del BCE.
Nota: La magnitud de la revisión a la baja de las proyecciones sobre el crecimiento de la encuesta para el primer trimestre del 2009 dio lugar a que los resultados de la distribución de probabilidad de las previsiones a un año vista se situaran principalmente en los intervalos abiertos más bajos; así pues, el valor para el primer trimestre del 2009 infravalora la incertidumbre del primer trimestre del 2009.

En resumen, desde el otoño del 2008, la aparición de nuevas turbulencias financieras y el acusado deterioro de la demanda mundial e interna han provocado un aumento de la incertidumbre en torno a las perspectivas económicas de la zona del euro. Ciertamente, las medidas obtenidas de las previsiones de los analistas indican que la incertidumbre sobre las perspectivas económicas rara vez ha sido más elevada. Probablemente, este aumento de la incertidumbre constituye uno de los factores que modera actualmente la demanda. La evidencia anecdótica sugiere que ha sido un factor destacado en la determinación de los gastos de inversión de las empresas durante los últimos meses. De cara al futuro, se espera que los paquetes de estímulo fiscal, junto con la relajación monetaria y los significativos esfuerzos em-

3 Para una descripción de la medida de la incertidumbre agregada prevista en la encuesta a expertos en previsión económica, véase Carlos Bowles, Roberta Friz, Véronique Genre, Geoff Kenny, Aidan Meyler y Tuomas Rautanen «The ECB survey of professional forecasters (SPF): a review after eight years' experience», Documento Ocasional n.º 59, BCE, abril del 2007. La distribución agregada se construye simplemente sumando las probabilidades individuales recogidas en la encuesta y dividiendo el total por el número de encuestados.

prendidos para restablecer el funcionamiento del sistema financiero, contribuyan a aplacar la incertidumbre en torno a las perspectivas económicas. Además, la mejora prevista en la situación internacional y de la zona del euro, a medida que se normalizan los mercados financieros, debería incrementar gradualmente la confianza y reducir la incertidumbre en los meses próximos. De hecho, como puede observarse en la última EPE, ya se observan señales de que la incertidumbre está disminuyendo nuevamente.

los vehículos antiguos por otros nuevos ha favorecido el gasto de los hogares en el segundo trimestre. En tercer lugar, el índice de confianza de los consumidores se elevó, en términos intertrimestrales, en el segundo trimestre del 2009, invirtiéndose así la tendencia a la baja observada desde mediados del 2007. No obstante, pese a que la confianza de los consumidores ha aumentado en los últimos meses, la persistencia de sus bajos niveles es coherente con la debilidad del gasto en consumo en el segundo trimestre del 2009 (véase gráfico 26).

Por lo que respecta al futuro, en el segundo semestre del 2009 se prevé que el consumo se mantenga relativamente estancado, debido al nuevo deterioro esperado en los mercados de trabajo. Los sustanciales descensos observados en el precio de las materias primas desde el año pasado han respaldado la renta real disponible de los hogares, y debería seguir favoreciendo el gasto. Al mismo tiempo, existe el riesgo de que los hogares opten por aumentar sus ahorros por si se adopta una política fiscal más restrictiva en el futuro. Por último, se observa una cierta incertidumbre en relación con la manera en que se verá afectado el consumo privado cuando se supriman los planes actuales para sustituir los vehículos antiguos.

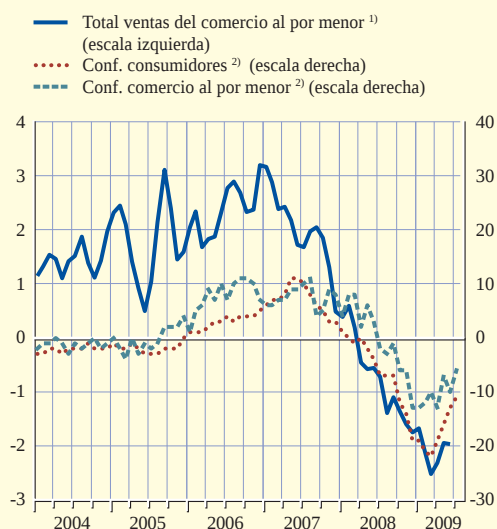
En consonancia con el patrón observado durante períodos anteriores de recesión económica, la formación bruta de capital fijo ha sido el principal factor determinante de la actual desaceleración de la actividad económica. En el primer trimestre del 2009, la formación bruta de capital fijo se redujo un 4,2%, en tasa intertrimestral. La segunda estimación de Eurostat confirmó que la inversión, excluida la construcción,

(principalmente activos pensados para su utilización en la producción de bienes y servicios) contribuyó en gran medida a la caída de la inversión agregada, mientras que el descenso observado en la inversión en construcción fue menos pronunciado.

Es probable que la inversión siga contribuyendo negativamente al crecimiento económico durante el 2009. La contracción prevista en la actividad general, tanto interna como exterior, y la escasa rentabilidad esperada de las empresas, afectará probablemente a la inversión en construcción y a la inversión, excluida la construcción. La corrección observada en el precio de los inmuebles residenciales y comerciales de la zona del euro también señala que, en el futuro, la inversión en construcción será moderada.

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.
 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.

4.2 PRODUCTO, OFERTA Y MERCADO DE TRABAJO

La segunda estimación de Eurostat 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 8,5%, en tasa intertrimestral, mientras que el de la construcción se redujo un 1%. El descenso en el valor añadido de los servicios ascendió un 1,1%, en tasa intertrimestral.

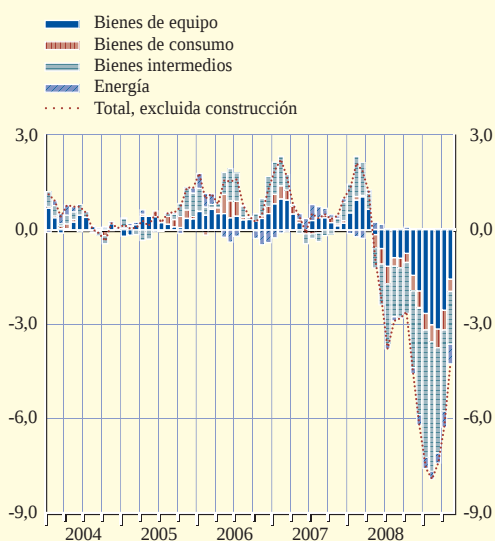
Los indicadores mensuales sugieren que la actividad mantuvo su debilidad durante el segundo trimestre del 2009, pero que el ritmo de contracción se está desacelerando. En mayo, la producción industrial de la zona del euro (excluida la construcción) aumentó un 0,6%, en tasa intermensual. Este fue el primer incremento intermensual de la producción, tras ocho meses de caídas consecutivas, muy pronunciadas en la mayoría de los casos. En general, el reducido aumento observado en mayo, junto con la desaceleración del ritmo de descenso en los meses de marzo y abril, en comparación con las significativas tasas de contracción intermensuales registradas desde septiembre del 2008, indican una clara moderación de la tendencia a la baja de la producción industrial (véase gráfico 27). Si se promedia la volatilidad mensual, parece que se ha registrado una ligera desaceleración en el ritmo de descenso de la actividad constructora en los últimos meses, pese al deterioro observado en mayo.

Conviene observar que los indicadores de la evolución a corto plazo, por ejemplo, las tasas de variación intermensual de series desestacionalizadas, como la producción industrial, deberían interpretarse actualmente con mucha más cautela que en épocas normales. Como se explica en el recuadro 7, es probable que la reciente evolución económica haya aumentado la incertidumbre de las series macroeconómicas desestacionalizadas.

Las encuestas de opinión también apuntan a una nueva moderación en el ritmo de descenso de la actividad económica en el segundo trimestre (véase gráfico 28). El índice de directores de compras, por ejemplo, continuó mejorando en julio (aunque se mantuvo por debajo de 50, valor que indica que la economía sigue contra-

Gráfico 27 Crecimiento de la producción industrial y contribuciones

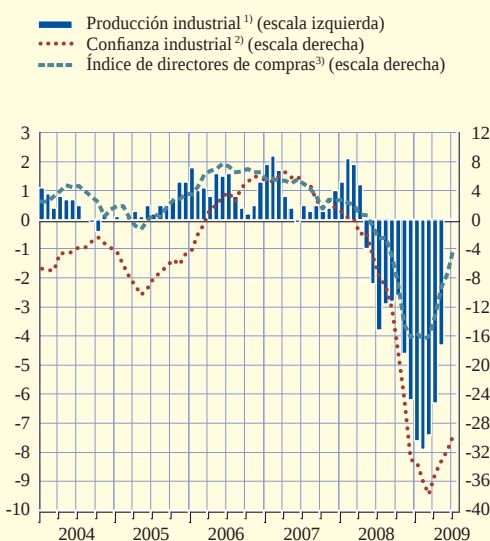
(tasa de crecimiento y contribuciones en puntos porcentuales; datos mensuales desestacionalizados)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.
Nota: Los datos mostrados se calculan como medias móviles de tres meses, frente a la media correspondiente a los tres meses anteriores.

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.
Nota: Todas las series se refieren a las manufacturas.
1) Tasas de variación intertrimestral.
2) Saldos netos.
3) Índice de directores de compras; desviaciones con respecto al valor 50.

Recuadro 7

DESESTACIONALIZACIÓN DE LOS INDICADORES ECONÓMICOS A CORTO PLAZO DE LA ZONA DEL EURO EN LA RECESIÓN ACTUAL

Muchos indicadores económicos a corto plazo se ven afectados de forma significativa por acontecimientos que se producen regularmente cada año en la misma época. Por ejemplo, las vacaciones de verano van acompañadas de un fuerte descenso de la producción industrial cada mes de agosto, y las compras de Navidad disparan el volumen de negocios del comercio al por menor cada mes de diciembre. Estos efectos estacionales dificultan la evaluación de la evolución económica a corto plazo. A fin de interpretar correctamente los datos en el análisis coyuntural, las series temporales de indicadores económicos a corto plazo se corrigen de variaciones estacionales. Sin embargo, algunas situaciones económicas, como la fuerte recesión actual, suponen una dificultad adicional para aplicar los procedimientos de ajuste estacional, ya que resulta más complicado identificar la parte del movimiento de la serie que se debe a circunstancias estacionales recurrentes.

En este recuadro se describe, en primer lugar, el concepto básico de ajuste estacional y se explica cómo los indicadores económicos a corto plazo se corrigen de efectos estacionales en la zona del euro. A continuación se utiliza el ejemplo de la producción industrial de la zona del euro para mostrar cómo se efectúa, en general, el ajuste estacional y cómo la reciente situación económica puede haber incrementado la incertidumbre respecto a los datos desestacionalizados.

Concepto básico de ajuste estacional

Los procedimientos de ajuste estacional tienen por objeto identificar y extraer el patrón estacional, por ejemplo, de un indicador económico mensual o trimestral, es decir, eliminar los efectos que se producen año tras año en el mismo mes o trimestre y que inciden en la serie aproximadamente en la misma medida cada vez¹. Los métodos de ajuste estacional más utilizados consisten en descomponer una serie económica temporal en componentes no observables, es decir un componente tendencia-ciclo, un componente estacional y un componente irregular. Una vez corregida de efectos estacionales, la serie refleja el componente tendencia-ciclo, que suele ser el elemento fundamental del análisis coyuntural, y también los componentes irregulares, como los valores atípicos.

Mientras que los patrones estacionales estables se pueden estimar y extraer con facilidad, en la práctica a la hora de modelizar la estacionalidad es preciso tener en cuenta las variaciones graduales del componente estacional a lo largo del tiempo. Sin embargo, la estacionalidad temporal puede incrementar notablemente la incertidumbre respecto a la estimación de una serie desestacionalizada. Una evolución inusual de los datos más recientes de una serie puede suponer un grado adicional de incertidumbre, dado que es difícil aislar el movimiento del componente estacional del comportamiento general de la serie. Por ejemplo, una fuerte expansión o recesión puede aumentar considerablemente la incertidumbre derivada de la identificación y estimación del patrón estacional de una serie temporal.

1 Además del ajuste de efectos estacionales se realiza un ajuste de efectos de calendario. Esta corrección tiene por objeto eliminar los efectos relacionados con la fecha en que cae un determinado acontecimiento en el calendario de un determinado año. Por ejemplo, si el 1 de mayo cae en un fin de semana o dentro de la semana, o si la Semana Santa cae en marzo o en abril. Sin embargo, el proceso de ajuste estacional elimina los efectos de calendario relacionados con la fecha «media» en que cae el acontecimiento en un determinado mes o trimestre. Por ejemplo, si el 1 de mayo cae más a menudo dentro de la semana que en fines de semana, o si la Semana Santa cae más frecuentemente en abril que en mayo.

Existen varios métodos de ajuste estacional. Los programas que se utilizan más frecuentemente son TRAMO-SEATS, que extrae el patrón estacional de una serie temporal hallando la descomposición matemática adecuada de un modelo ARIMA en componentes estacionales y no estacionales, y X-12-ARIMA, que estima, fundamentalmente, el impacto de los movimientos estacionales sobre la base de medias móviles aplicadas a períodos estacionales.

Ajuste estacional de los indicadores económicos a corto plazo de la zona del euro

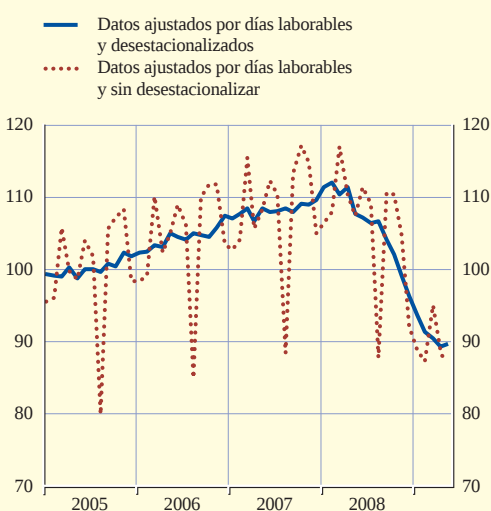
Para el conjunto de la zona del euro, Eurostat, la Oficina Estadística de las Comunidades Europeas, estima unos indicadores económicos a corto plazo desestacionalizados (por ejemplo, producción industrial, nuevos pedidos y ventas al por menor), agregando los datos nacionales sin desestacionalizar y ajustando directamente el agregado de la zona del euro. Éste es el «enfoque directo». Otra manera de obtener datos desestacionalizados de la zona del euro es mediante el «enfoque indirecto», es decir, agregar las series nacionales ajustadas de estacionalidad. Este enfoque es empleado frecuentemente por los analistas de mercado, que utilizan datos nacionales desestacionalizados ya publicados para realizar una primera estimación relativa al conjunto de la zona del euro, antes de su publicación oficial por Eurostat². Dado que el ajuste estacional supone normalmente transformaciones no lineales, el resultado del ajuste directo de los agregados de la zona del euro suele diferir del de la agregación de los resultados nacionales ajustados. La obtención de resultados fiables para el conjunto de la zona del euro mediante el enfoque indirecto requiere que todos los países realicen el ajuste según el mismo programa y que apliquen la misma política de ajuste en lo relativo, por ejemplo, a los criterios utilizados no sólo para la selección y adaptación de los modelos y funciones, sino también para la revisión de las series históricas. Ello no se hace todavía con los indicadores económicos a corto plazo de la zona del euro, dado que sólo se ha conseguido un grado limitado de armonización entre los distintos institutos de estadística nacionales, de modo que el agregado de los datos nacionales desestacionalizados podría reflejar efectos espurios³.

Ajuste estacional de los datos de producción industrial de la zona del euro

El efecto del ajuste estacional se puede ilustrar comparando las series temporales, desestacionalizadas y sin desestacionalizar, de la producción industrial de la zona del euro, elaboradas por Eurostat. El gráfico A pone de manifiesto la extrema volatilidad de la

Gráfico A Producción industrial de la zona del euro (excluida la construcción)

(índice: 2005 = 100)



Fuente: Eurostat.

² Las fechas de publicación de los datos nacionales relativos a los indicadores económicos a corto plazo no están sincronizadas.

³ Con el fin de impulsar la armonización de los procedimientos de ajuste estacional, el Sistema Estadístico Europeo y los bancos centrales han elaborado recientemente unas orientaciones exhaustivas sobre la desestacionalización, en las que se recomienda el uso de TRAMO-SEATS o de X-12. Véase http://epp.eurostat.ec.europa.eu/cache/ITY_OFFPUB/KS-RA-09-006/EN/KS-RA-09-006-EN.PDF.

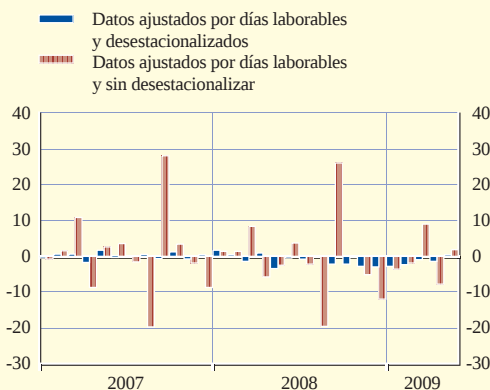
serie de producción industrial (excluida la construcción) sin desestacionalizar, que tiene un patrón estacional marcado pero muy regular. El efecto más llamativo del ajuste estacional se registra cada año en agosto, mes en el que la tasa de variación intermensual de la producción sin desestacionalizar cae regularmente en torno a un 20%, para repuntar luego de forma acusada, frente a tasas de variación intermensual de las series desestacionalizadas cercanas o inferiores al 1%, en términos absolutos (véase gráfico B). Ello muestra que, en la práctica, los datos de producción sin desestacionalizar tienen un escaso contenido informativo para el análisis coyuntural.

Incertidumbre de los datos de producción industrial desestacionalizados en el contexto de la actual recesión

Tal y como se indicaba anteriormente, la incertidumbre de las series desestacionalizadas puede crecer notablemente en situaciones inusuales, como durante la fuerte recesión actual. El gráfico C presenta los resultados obtenidos mediante distintos enfoques y métodos de ajuste estacional. El panel (a) del gráfico C muestra las diferencias entre las tasas de variación intermensual de los datos oficiales de producción industrial de Eurostat para la zona del euro, basados en TRAMO-SEATS, y el agregado de los datos nacionales desestacionalizados. El panel (b) del gráfico C muestra las diferencias entre los datos de Eurostat y los

Gráfico B Producción industrial de la zona del euro (excluida la construcción)

(tasas de variación intermensual)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Gráfico C Producción industrial de la zona del euro (excluida la construcción) – Diferencias entre las tasas de variación intermensual de los datos de Eurostat desestacionalizados y cálculos alternativos

(en puntos porcentuales)

a) Datos nacionales agregados



b) Datos ajustados con X-12



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

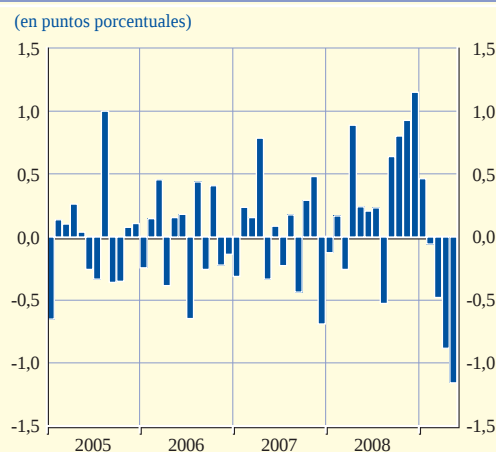
4 Se aplicó X-12 manteniendo el patrón estacional razonablemente estable y no permitiendo la detección de valores atípicos en las fechas más recientes de las series.

obtenidos aplicando directamente X-12 a los datos de la zona del euro⁴. Aunque se observan también ocasionalmente desviaciones más pronunciadas entre los datos oficiales de Eurostat para la zona del euro y los datos nacionales agregados en el período anterior a la recesión, el panel (a) del gráfico C pone de relieve que la magnitud de estas desviaciones ha aumentado a lo largo de la actual recesión, en particular desde el recrudecimiento de la crisis observado en septiembre del 2008. Asimismo, se han acumulado desviaciones consecutivas en la misma dirección. Además, el panel (b) del gráfico C muestra una coincidencia bastante inusual de diferencias consecutivas en la misma dirección entre los datos oficiales de Eurostat para la zona del euro y los datos del ajuste directo realizado con X-12 durante la fase más aguda de la recesión, aunque la magnitud de estas discrepancias parece mantenerse dentro los límites normales de la incertidumbre estadística.

Mientras que las discrepancias más acentuadas o prolongadas existentes entre los resultados de enfoques y métodos diferentes de ajuste estacional señalan una mayor incertidumbre respecto a los datos desestacionalizados, es importante destacar que, a partir de enero del 2009, los datos se han visto también afectados de forma significativa por la adopción de una nueva clasificación de actividades económicas (NACE Rev2) y por la actualización de las ponderaciones en relación con el nuevo año base 2005. Estos cambios metodológicos han dado lugar a revisiones excepcionales de los datos desestacionalizados y sin desestacionalizar, en particular en el primer trimestre del 2009⁵. De forma más general, los datos más recientes de los paneles (a) y (b) del gráfico C pueden suponer discrepancias algo mayores, dado que los primeros datos publicados por Eurostat para la zona del euro incluyen estimaciones para algunos países⁶. Por otro lado, hay que tener en cuenta que cualquier estimación del movimiento del patrón estacional a lo largo del tiempo tiende generalmente a suscitar mayores incertidumbres estadísticas en las fechas más recientes de una serie temporal. Estas incertidumbres se acrecientan como resultado de la fuerte caída registrada en el contexto de la actual recesión.

El gráfico D muestra las diferencias entre los datos de Eurostat y el agregado de los datos nacionales desestacionalizados, utilizando datos contemporáneos (es decir, datos no revisados que reflejan la información en el momento en que se publica la primera estimación de Eurostat). Esta comparación tiene en cuenta las incertidumbres estadísticas generalmente más profundas que se observan en las fechas más recientes de una serie temporal. Cabe destacar que, en promedio, las desviaciones registradas en años anteriores en los datos contemporáneos han sido, de hecho, algo más pronunciadas que las reflejadas en los datos finales (como puede verse en el panel (a) del gráfico C) y han llegado, ocasionalmente, a ser muy acusadas. Sin embargo, también se aprecia claramente que las recientes

Gráfico D Diferencia entre los datos de Eurostat sobre la producción industrial (excluida la construcción) desestacionalizados y el agregado de los correspondientes datos nacionales, sobre la base de datos contemporáneos



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

5 Para más detalles, véase el recuadro titulado «Cambios recientes en los indicadores a corto plazo», en el Boletín Mensual de abril del 2009.

6 Puede ocurrir que algunos países no hayan proporcionado los datos relativos al mes más reciente cuando se publique la primera estimación de Eurostat. En tal caso, Eurostat estima los datos de estos países, que integra en el cálculo de los agregados de la zona del euro, y no publica las estimaciones individuales de los países en cuestión. Los datos de estos países no se incluyen en las agregaciones que figuran en el gráfico D.

desviaciones reflejadas en el panel (a) del gráfico C fueron inicialmente incluso más excepcionales, en cuanto a su magnitud y persistencia, y han generado una divergencia más prolongada de lo habitual entre las estimaciones obtenidas con los distintos enfoques mencionados.

Las mayores discrepancias entre los datos de producción de Eurostat y el agregado de los datos nacionales es también fuente de más incertidumbre para el análisis coyuntural. Aunque los datos nacionales desestacionalizados no se elaboran de forma armonizada, el agregado de estos datos se ha utilizado con frecuencia para obtener señales adelantadas en relación con los datos desestacionalizados de Eurostat para la zona del euro. Mientras que las desviaciones ocasionalmente más pronunciadas observadas en el pasado evidencian que la agregación de los datos nacionales no proporciona necesariamente una buena estimación del dato de Eurostat, ni siquiera en tiempos normales, el gráfico D muestra claramente que estas aproximaciones han llegado incluso a adolecer de un mayor grado de incertidumbre en los últimos tiempos. En general, dadas las elevadas incertidumbres que presentan los datos desestacionalizados, los usuarios deberían evitar atribuir mucho peso a señales procedentes de la evolución a corto plazo, tales como las tasas de variación intermensuales, y todavía mucho más en las circunstancias actuales que en situaciones menos excepcionales.

yéndose). Del mismo modo, las encuestas de opinión de la Comisión Europea confirman, en general, la lectura menos pesimista del índice de directores de compras.

MERCADO DE TRABAJO

La situación de los mercados de trabajo de la zona del euro ha seguido deteriorándose en los últimos meses. La segunda estimación de Eurostat confirmó la clara aceleración del ritmo al que se pierde empleo en el primer trimestre del año. El empleo en la zona del euro se redujo, por tercer trimestre consecutivo, un 0,9%, en tasa intertrimestral, en el primer trimestre del 2009 (véase cuadro 6). La intensa aceleración de la contracción del empleo en el primer trimestre se debió, principalmente al acusado descenso registrado tanto en la industria como en la construcción. Tras varios trimestres de desaceleración gradual, y de un práctico estancamiento en el segundo semestre 2008, el empleo en los servicios comenzó también a disminuir en el primer trimestre del 2009.

Cuadro 6 Crecimiento del empleo

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

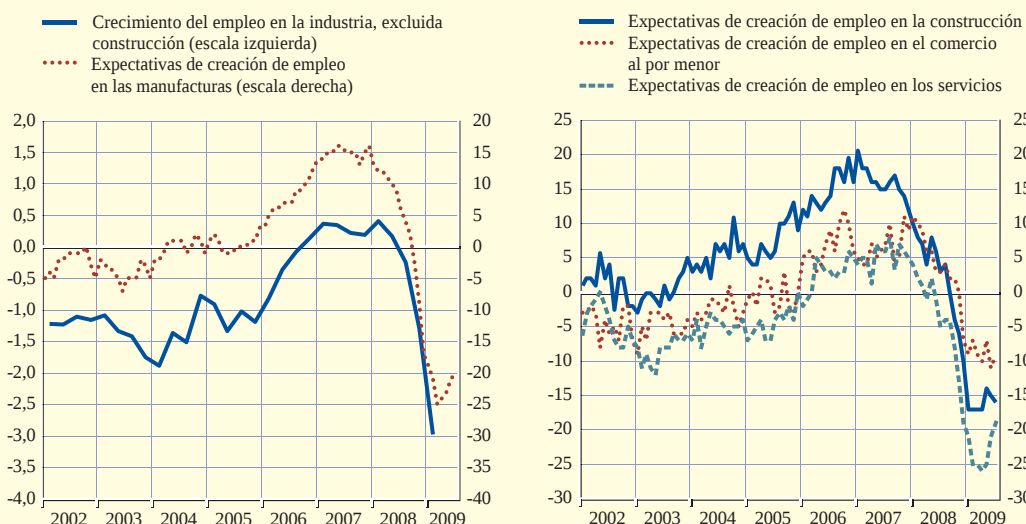
	Tasas interanuales		Tasas intertrimestrales				
	2007	2008	2008 I	2008 II	2008 III	2008 IV	2009 I
Total de la economía	1,8	0,8	0,4	0,1	-0,2	-0,4	-0,9
Del cual:							
Agricultura y pesca	-1,4	-1,5	0,7	-1,4	-0,6	0,3	-1,0
Industria	1,4	-0,9	0,1	-0,5	-0,8	-1,4	-1,7
Excluida la construcción	0,3	-0,2	0,3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

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

1) Incluye también educación, salud y otros servicios.

Gráfico 29 Crecimiento del empleo y expectativas de creación de empleo

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



Fuentes: Eurostat y encuestas de opinión de la Comisión Europea.
Nota: Los saldos netos están ajustados a la media.

De cara al futuro, las últimas encuestas de opinión indican un nuevo deterioro del empleo en el segundo trimestre del 2009 (véase gráfico 29). En julio, las expectativas de creación de empleo se mantuvieron 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 también muestran unas perspectivas sombrías para el empleo.

Como consecuencia de la notable caída de la actividad, la productividad del trabajo (medida en términos de producción por empleado) disminuyó sustancialmente en el primer trimestre del 2009 (un 1,7%, en tasa intertrimestral (véase gráfico 30). La mayor parte de esta disminución se debió a la industrial (excluida la construcción), donde la productividad del trabajo cayó un 7,4%, en tasa intertrimestral, en el primer trimestre del 2009. De cara al futuro, se prevé que la productividad se recupere en la última parte del 2009, ayudada por la combinación de una nueva reducción del empleo y de una contracción de la actividad menos marcada.

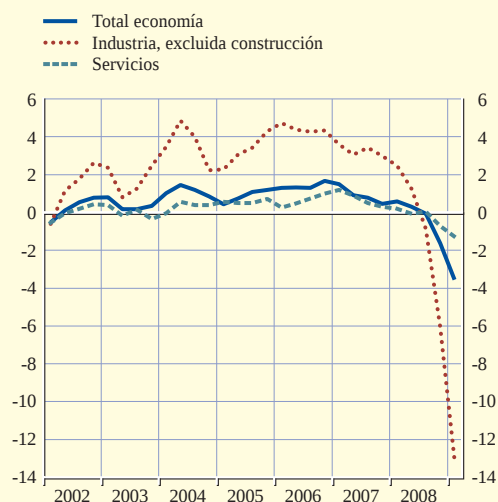
La tasa de paro de la zona del euro aumentó hasta el 9,4% en junio (véase gráfico 31), 0,1 puntos porcentuales más que en el mes anterior. Este incremento fue generalizado en todos los países de la zona del euro. De cara al futuro, los reducidos niveles de confianza económica y los efectos retardados de la contracción de la actividad económica indican que se producirán nuevos incrementos del desempleo.

4.3 PERSPECTIVAS DE LA ACTIVIDAD ECONÓMICA

Las recientes encuestas sobre la actividad económica en la zona del euro indican claramente que el ritmo de contracción está desacelerándose. No obstante, se prevé que la actividad continúe siendo moderada en lo que resta de año. Si se considera el año próximo, se espera que, tras una fase de estabilización, se produzca una recuperación gradual, con tasas de crecimiento intertrimestrales positivas. Las impor-

Gráfico 30 Productividad del trabajo

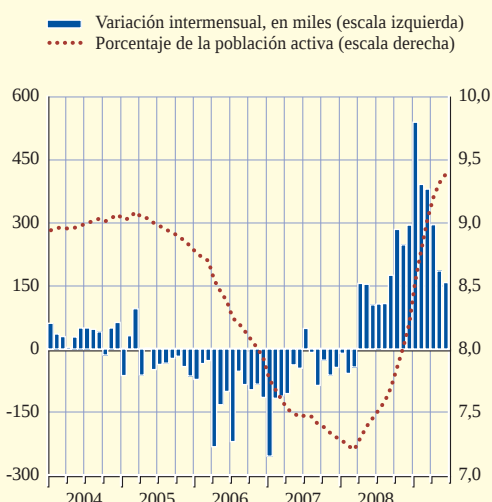
(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Gráfico 31 Desempleo

(datos mensuales desestacionalizados)



Fuente: Eurostat.

tantes 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 continúan estando equilibrados. Entre los aspectos positivos, cabe mencionar que podrían producirse efectos más intensos de lo previsto como consecuencia de las amplias medidas de estímulo macroeconómico que se están aplicando, así como de otras medidas adoptadas. La confianza también podría mejorar con más rapidez de lo que se prevé actualmente. Por otro lado, sigue preocupando que la espiral de reacciones adversas entre la economía real y las turbulencias de los mercados financieros pudiera tener mayor intensidad y duración de los esperado y 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

Pese a algunas fluctuaciones, el euro se ha apreciado moderadamente en términos efectivos nominales desde finales de abril del 2009, principalmente como consecuencia de un fortalecimiento frente al dólar estadounidense y el yen japonés, que se contrarrestó, en parte, con una depreciación frente a la libra esterlina.

TIPO DE CAMBIO EFECTIVO DEL EURO

El 5 de agosto de 2009, el tipo de cambio efectivo nominal del euro —medido frente a las monedas de 21 de los socios comerciales más importantes de la zona del euro— se situaba un 1,7% por encima del nivel observado a finales de abril del 2009 y en un nivel próximo a la media del 2008 (véase gráfico 32). La apreciación del euro desde finales de abril del 2009 refleja, principalmente, un fortalecimiento frente al dólar estadounidense y el yen japonés, que se contrarrestó, en parte, con una depreciación frente a la libra esterlina.

Tras apreciarse de forma acusada en mayo, posiblemente como consecuencia de la menor demanda de dólares estadounidenses como monedas refugio, el euro se apreció en los primeros días de junio, manteniéndose prácticamente estable a partir de entonces.

DÓLAR ESTADOUNIDENSE/EURO

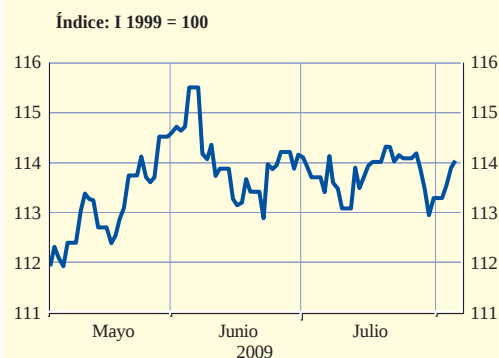
La estabilidad generalizada del euro frente al dólar estadounidense entre principios de junio y finales de julio siguió a una fase de fuerte apreciación en mayo, relacionada posiblemente con el nuevo descenso de la volatilidad implícita y con la subida de las cotizaciones bursátiles, que han aumentado la tolerancia al riesgo por parte de los inversores. A principios de agosto, el euro reinició su apreciación frente al dólar estadounidense. El 5 de agosto, la moneda única cotizaba a 1,44 dólares, un 8,5% por encima del nivel observado a finales de abril, pero todavía un 2% por debajo de la media del 2008 (véase gráfico 33).

YEN JAPONÉS/EURO

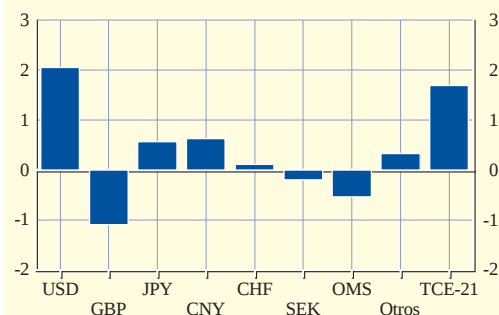
El comportamiento del euro frente al yen japonés reflejó, en gran medida, la evolución de la moneda

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

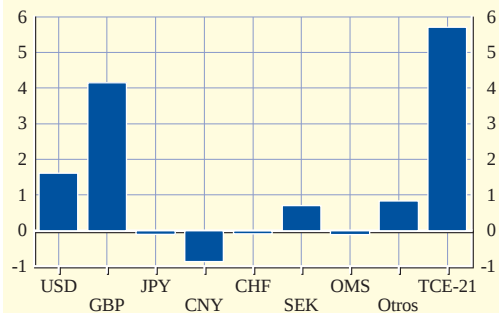
(datos diarios)



Contribuciones a las variaciones del TCE²⁾
Del 30 de abril de 2009 al 5 de agosto de 2009
(en puntos porcentuales)



Contribuciones a las variaciones del TCE²⁾
Del 3 de enero de 2005 al 5 de agosto de 2009
(en puntos porcentuales)



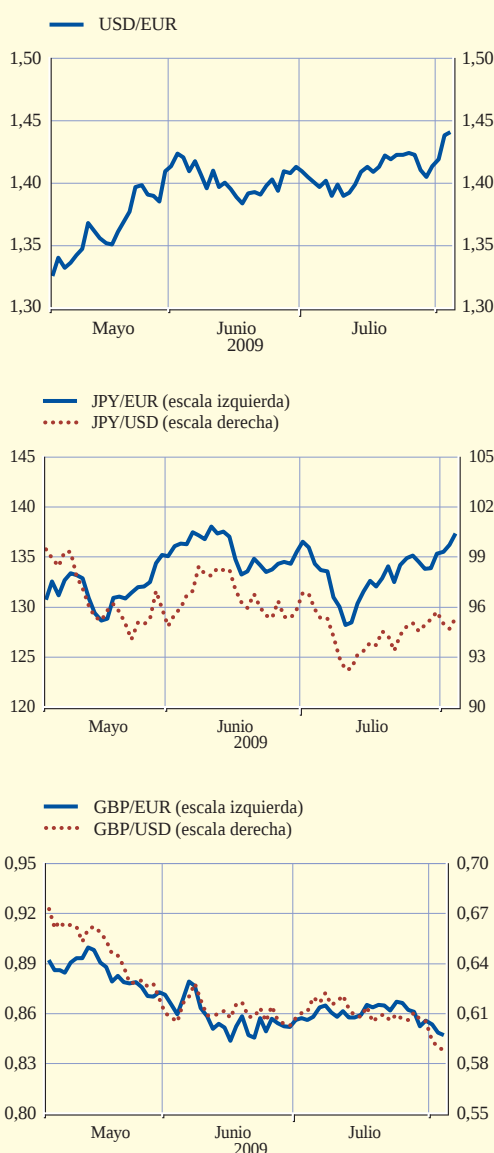
Fuente: BCE.

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

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

Gráfico 33 Evolución de los tipos de cambio

(datos diarios)



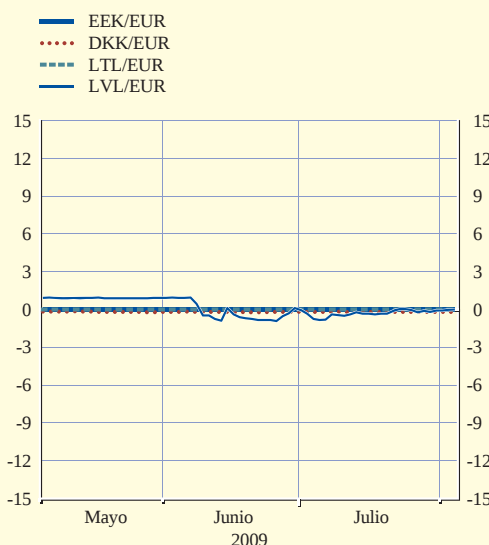
Fuente: BCE.

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 la parte inferior (zona fuerte) de la banda de fluctuación de $\pm 1\%$ establecida unilateralmente frente al euro. El 5 de agosto, el lats cotizaba en niveles próximos a su paridad central en el MTC II.

Por lo que respecta a las monedas de otros Estados miembros de la UE que no participan en el MTC II, en julio se frenó la depreciación del euro frente a la libra esterlina, debido posiblemente al hecho de que

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 $\pm 15\%$.

única frente al dólar estadounidense. La estabilidad generalizada del euro frente a la moneda japonesa desde junio se produjo tras un período, comprendido entre la segunda quincena de abril y el mes de mayo, en el que el euro registró un considerable fortalecimiento. El 5 de agosto, el euro cotizaba a 137,4 yenes, alrededor de un 5,4% por encima del nivel observado a finales de abril del 2009 (véase gráfico 33) y en torno a un 10% 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

los datos publicados respecto al producto fueron más negativos de lo que anticipaban los mercados. El 5 de agosto, el euro cotizaba a 0,85 libras esterlinas, un 5,2% por debajo del nivel observado a finales de abril, pero un 6,4% por encima de la media del 2008. En los tres últimos meses, el euro se ha depreciado frente a la corona checa (2,8%), el forint húngaro (7,8%) y el zloty polaco (6,8%).

OTRAS MONEDAS

Entre finales de abril y el 5 de agosto de 2009, a pesar de algunas fuertes fluctuaciones, el euro se apreció ligeramente frente al franco suizo. La mayor parte de esta apreciación se produjo a finales de junio (alrededor de un 2% en tres días) tras anunciarse que el Banco Nacional de Suiza intervendría en los mercados de divisas. El 5 de agosto, el euro cotizaba en torno a 1,53 francos suizos, un 1,7% por encima del nivel observado a finales de abril, pero un 3,5% por debajo de la media del 2008. Entre finales de abril y el 5 de agosto, el euro se depreció un 1,8% frente al dólar canadiense y un 5,9% frente al dólar australiano.

5.2 BALANZA DE PAGOS

En el año transcurrido hasta mayo del 2009, la balanza por cuenta corriente de la zona del euro registró un déficit de 125,1 mm de euros en cifras desestacionalizadas y ajustadas de días laborables (aproximadamente un 1,4% del PIB). Por lo que respecta a la evolución más reciente del comercio exterior, la notable contracción observada desde la intensificación de la crisis financiera en septiembre del 2008 parece haberse moderado, especialmente en lo tocante a las exportaciones. En la cuenta financiera, el agregado de inversiones directas y de cartera registró entradas netas por importe de 418,1 mm de euros en el año transcurrido hasta mayo del 2009, ya que las entradas netas de inversiones de cartera fueron mayores que las salidas netas de inversiones directas.

COMERCIO Y BALANZA POR CUENTA CORRIENTE

En los tres meses transcurridos hasta mayo del 2009, la balanza por cuenta corriente de la zona del euro registró, en promedio mensual un déficit de 5,7 mm de euros (en cifras desestacionalizadas y ajustadas de días laborables), frente al déficit de 16,4 mm de euros contabilizado en el anterior período de tres meses transcurrido hasta febrero del 2009. Esta reducción tuvo su origen, principalmente, en un cambio de signo de la balanza de bienes, que pasó de déficit a superávit, y en un descenso del déficit de la balanza de rentas (véase cuadro 7).

La notable contracción del comercio exterior observada desde la intensificación de la crisis financiera en septiembre del 2008 parece haberse moderado ligeramente. En los tres meses transcurridos hasta mayo del 2009, las exportaciones de bienes y servicios se redujeron un 4,8%, en términos nominales, en comparación con una caída del 12,2% en el período de tres meses anterior. Esta contracción más suave se debió, principalmente, a la evolución de las exportaciones de bienes, que, en los tres meses transcurridos hasta mayo del 2009, se redujeron un 5,0%, casi diez puntos porcentuales menos que en el período de tres meses precedente. Al mismo tiempo, las exportaciones de servicios experimentaron una contracción del 4,3%. La contracción de las importaciones de bienes y servicios también fue menor en los tres meses transcurridos hasta mayo del 2009, pero la desaceleración fue menos pronunciada que en el caso de las exportaciones: las importaciones se redujeron un 7,9% frente al 10,4% registrado en los tres meses transcurridos hasta febrero del 2009.

La desagregación del comercio de bienes en volúmenes y precios, disponible hasta abril del 2009, indica que la desaceleración de las importaciones y las exportaciones nominales tuvo su origen en la evolución de los volúmenes y los precios de los bienes comerciables. Atendiendo a la distribución geográfica,

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	2009	2008	2008	2009	2009	2008	2009
	Abr	May	Ago	Nov	Feb	May	May	May
<i>mm de euros</i>								
Cuenta corriente	-6,1	-1,2	-7,6	-11,9	-16,4	- 5,7	-21,7	-125,1
Bienes	-2,5	2,9	-1,2	-0,3	-4,0	1,4	32,4	-12,5
Exportaciones	104,1	103,1	134,7	128,4	109,7	104,1	1.564,2	1.430,6
Importaciones	101,7	100,2	135,9	128,7	113,7	102,7	1.531,7	1.443,1
Servicios	3,0	2,2	3,5	2,2	2,7	2,0	51,9	31,1
Exportaciones	38,7	38,3	41,9	42,5	40,4	38,7	504,2	490,6
Importaciones	35,7	36,0	38,4	40,4	37,7	36,7	452,3	459,5
Rentas	-3,0	1,6	-2,0	-5,5	-6,4	-0,4	-12,3	-42,8
Transferencias corrientes	-8,6	-7,9	-7,9	-8,2	-8,7	-8,8	-93,8	101,0
Cuenta financiera¹⁾	-2,5	24,7	21,3	34,3	38,7	30,1	115,6	373,0
Total inversiones directas y de cartera netas	-13,4	59,9	17,9	61,0	20,0	40,5	-17,9	418,1
Inversiones directas netas	-4,5	6,1	-12,8	-28,8	-10,6	-6,3	-147,5	-175,5
Inversiones de cartera netas	-9,0	53,8	30,7	89,8	30,5	46,8	129,6	593,6
Acciones y participaciones	-19,5	7,9	5,9	-13,7	-6,8	10,4	81,1	-12,7
Valores distintos de acciones	10,5	45,8	24,9	103,5	37,3	36,4	48,4	606,3
Bonos y obligaciones	22,3	52,3	16,2	24,6	26,2	28,0	147,2	285,1
Instrumentos del mercado monetario	32,8	-6,5	8,6	78,9	11,2	8,4	-98,7	321,3
<i>Variaciones porcentuales sobre el período anterior</i>								
Bienes y servicios								
Exportaciones	-1,0	-1,0	0,6	-3,2	-12,2	-4,8	8,2	-7,1
Importaciones	-5,0	-0,8	1,3	-3,0	-10,4	-7,9	8,2	-4,1
Bienes								
Exportaciones	-1,0	-1,0	1,0	-4,7	-14,6	-5,0	7,6	-8,5
Importaciones	-4,4	-1,4	1,8	-5,4	-11,6	-9,7	7,9	-5,8
Servicios								
Exportaciones	-1,2	-1,1	-0,9	1,7	-5,0	-4,3	10,1	-2,7
Importaciones	-6,9	1,0	-0,2	5,2	-6,6	-2,8	9,1	1,6

Fuente: BCE.

Nota: Pueden producirse discrepancias, debido al redondeo.

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

se observa que, recientemente, las exportaciones a China, otras economías emergentes de Asia y los países de la OPEP han mostrado algunas señales de recuperación, tanto en términos nominales como en términos reales. Al mismo tiempo, las exportaciones a los Estados miembros de la UE de Europa central y oriental se han estabilizado en términos reales. No obstante, las exportaciones totales a países de fuera de la zona del euro siguen siendo moderadas debido, principalmente, al comportamiento menos satisfactorio de las exportaciones a los países desarrollados. Por categorías amplias de bienes, siguieron registrándose fuertes caídas de las exportaciones reales de los bienes de capital, que retrocedieron hasta niveles no observados desde el 2004. Por el contrario, las exportaciones de bienes de consumo e intermedios parecen haberse estabilizado. Por su parte, las importaciones continuaron registrando caídas muy significativas, especialmente en el caso de los bienes intermedios y de capital.

Desde una perspectiva de más largo plazo, el déficit por cuenta corriente acumulado de doce meses ascendió a 125,1 mm de euros en mayo del 2009 (en cifras desestacionalizadas y ajustadas de días laborables), que corresponden, aproximadamente, a un 1,4% del PIB, en comparación con el déficit de 21,7 mm de euros contabilizado en el mismo período un año antes. El deterioro tuvo su origen en un

cambio de signo, de superávit a déficit, de la balanza de bienes, así como en una reducción del superávit de la balanza de servicios y en sendos aumentos de los déficit de las balanzas de rentas y transferencias corrientes. El cambio de signo del saldo del comercio de bienes, que tiene su origen principalmente en los elevados precios de importación de la energía observados durante el verano de 2008, elevó el déficit de la balanza de bienes hasta 12,5 mm de euros en el año transcurrido hasta mayo del 2009, en comparación con el superávit de 32,4 mm de euros contabilizado un año antes. El superávit de la balanza de servicios se redujo a 31,1 mm de euros en el año transcurrido hasta mayo del 2009, desde los 51,9 mm de euros registrados un año antes. Durante el mismo período, el déficit de la balanza de rentas aumentó de 12,3 mm de euros a 42,8 mm de euros, principalmente como resultado de la caída de los ingresos por rentas de no residentes en la zona del euro. Por último, el déficit de la balanza de transferencias corrientes sólo se incrementó ligeramente, de 93,8 mm a 101,0 mm de euros (véase gráfico 35).

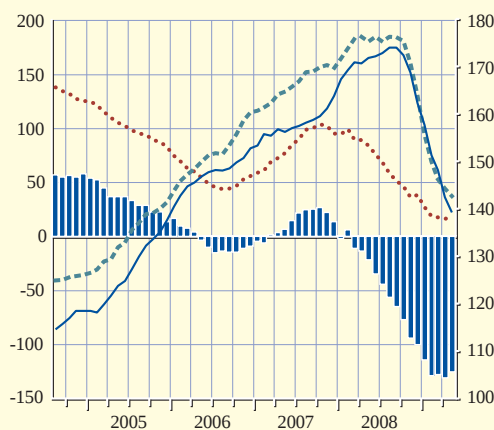
CUENTA FINANCIERA

En el período de tres meses transcurrido hasta mayo del 2009, el agregado de inversiones directas y de cartera registró, en promedio, entradas netas mensuales por importe de 40,5 mm de euros, frente a las entradas netas de 20,0 mm de euros contabilizadas en los tres meses anteriores (véanse cuadro 7 y gráfico 36). Esta evolución se debió, principalmente, a un cambio de signo de los flujos de valores de renta variable que, en los tres meses transcurridos hasta mayo del 2009, registraron, en promedio, entradas netas por importe de 10,4 mm de euros, frente a unas salidas netas de 6,8 mm de euros en el período transcurrido hasta febrero del 2009. Este cambio de signo, determinado por un retorno a las compras netas positivas de valores de renta variable de la zona del euro por parte de no residentes, tuvo su origen, principalmente, en las inversiones realizadas por instituciones distintas de IFM, que, posiblemente, se

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

(mm de euros; datos mensuales; datos desestacionalizados)

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

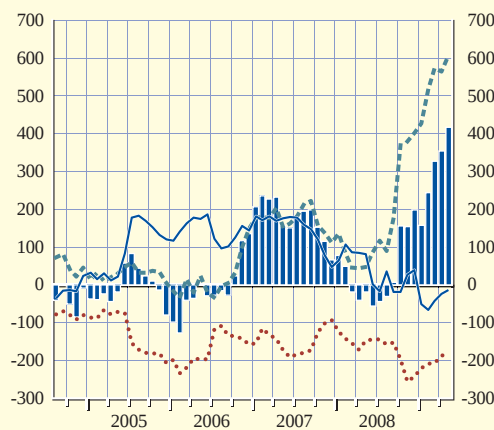


Fuente: BCE.

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

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

- Inversiones directas y de cartera netas
- Inversión extranjera directa neta
- Valores distintos de acciones (neto)
- Acciones y participaciones (neto)



Fuente: BCE.

vieron favorecidas por una moderación de las preferencias de los inversores por activos más líquidos con plazos más cortos. Por su parte, la inversión neta en instrumentos de deuda se mantuvo prácticamente estable en el período de tres meses que finalizó en mayo del 2009, registrándose entradas netas por importe de 36,4 mm de euros, de los cuales 28 mm de euros correspondieron a bonos y obligaciones. La distribución geográfica de las inversiones de cartera, disponible hasta el primer trimestre del 2009, indica que las ventas netas de valores extranjeros realizadas por inversores de la zona del euro correspondieron, principalmente, a valores emitidos en centros financieros extraterritoriales, Reino Unido y Japón. Al mismo tiempo, se registraron compras netas, básicamente de valores emitidos por instituciones de la UE y economías emergentes.

Por lo que respecta a las inversiones directas netas, tanto las inversiones directas de residentes de 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 mayo del 2009, posiblemente como consecuencia de las estrategias mundiales de consolidación de los mercados. Si bien la inversión directa extranjera en la zona del euro registró entradas algo más fuertes, siguió siendo sobrepasada por la inversión directa en el exterior de los residentes en la zona, contabilizándose, en los tres meses transcurridos hasta mayo del 2009, unas salidas netas de inversiones directas de 6,3 mm de euros, frente a los 10,6 mm de euros registrados en el anterior período de tres meses. La distribución geográfica de las inversiones directas, disponible hasta el primer trimestre del 2009, indica que las salidas más grandes se registraron en los flujos con dirección a Estados Unidos, el Reino Unido y las economías emergentes. Por el contrario, las entradas netas tuvieron su origen, principalmente, en los centros financieros extraterritoriales y Canadá.

En conjunto, las entradas netas del agregado de inversiones directas y de cartera en el período de doce meses transcurrido hasta mayo del 2009 ascendieron a 418,1 mm de euros (frente a las salidas netas de 17,9 mm de euros registradas en el mismo período un año antes) y tuvieron su origen, principalmente, en un aumento de las entradas netas de inversiones de cartera (véase gráfico 36). La desagregación de las inversiones de cartera por principales categorías de instrumentos indica que esta evolución estuvo determinada, en gran medida, por las entradas netas registradas en el segmento del mercado monetario. Concretamente, las entradas netas de instrumentos del mercado monetario de la zona del euro aumentaron vertiginosamente, hasta 321,3 mm de euros, en el período de doce meses transcurrido hasta mayo del 2009, en comparación con las salidas netas de 98,7 mm de euros contabilizadas el año anterior. Es probable que esta evolución guarde relación, principalmente, con el desarrollo de la dinámica de la crisis financiera, en el sentido de que el elevado nivel de volatilidad de los mercados de capitales, así como el grado excepcionalmente alto de incertidumbre y las sombrías perspectivas de la economía mundial podrían haber 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 su parte, la evolución de las inversiones directas durante el pasado año parece apuntar a un aumento general del sesgo nacional. Pese al reciente repunte, los flujos de inversiones directas fueron sensiblemente menores en los doce meses transcurridos hasta mayo del 2009 que en el mismo período del año anterior, tanto en el activo como en el pasivo. No obstante, dado que el descenso de las inversiones directas netas de no residentes en la zona del euro fue mayor que la contracción de las inversiones directas netas de la zona en el exterior, las salidas netas ascendieron a 175,5 mm de euros en el período de doce meses que finalizó en mayo del 2009, desde los 147,5 mm de euros contabilizados en el año anterior.

Por último, en lo que respecta a la posición de inversión internacional de la zona del euro, los datos correspondientes al primer trimestre del 2009 indican un aumento de la posición deudora neta, hasta el 21,6% del PIB, como resultado, principalmente, del incremento de las entradas netas de inversiones de cartera en la zona del euro.